

- 1 Universidade de São Paulo
São Paulo – SP – Brasil
<https://orcid.org/0000-0002-8251-1052>
- 2 Universidade de São Paulo
São Paulo – SP – Brasil
<https://orcid.org/0000-0002-5413-3090>



Enfrentando a crise financeira: como constrangimentos jurídicos causaram a fragmentação institucional do poder monetário brasileiro no pós-2008

MANAGING A FINANCIAL CRISIS: HOW LEGAL CONSTRAINTS CAUSED THE INSTITUTIONAL
FRAGMENTATION OF MONETARY POWER IN BRAZIL DURING THE POST-2008 CRISIS

Camila Villard Duran¹ e Caio Borges²

Resumo

O prestamista de última instância é o agente financeiro, que tem a capacidade econômica e está disposto a emprestar liquidez, no momento em que outros agentes se recusam a fazê-lo. Autoridades de resolução estão legalmente habilitadas a empregar ferramentas técnicas para conter crises de solvência. Diferentemente de países desenvolvidos, em que bancos centrais criaram diversas modalidades de operações de liquidez emergencial e, ocasionalmente, desempenharam o papel de autoridades de resolução bancária, o Banco Central do Brasil (BCB) foi legalmente impedido de aumentar suas ações devido à Lei de Responsabilidade Fiscal. Este artigo argumenta que, devido a constrangimentos legais, a gestão da crise causou a fragmentação institucional do poder monetário no Brasil: as funções do BCB e também do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) precisaram ser reestruturadas. Define-se poder monetário como a capacidade econômica, combinada ou não com a competência legal, para influenciar a criação de moeda-crédito na economia. Um modelo analítico é proposto para identificar a extensão do rearranjo institucional no pós-2008 e seus limites inerentes. É possível identificar problemas significativos de eficiência econômica e de legitimidade. A estrutura legal, criada principalmente por regras *ad hoc* do Poder Executivo, parece ser ainda incapaz de responder efetivamente a crises financeiras mais profundas.

Palavras-chave

Banco Central do Brasil; Fundo Garantidor de Crédito; prestamista de última instância; autoridade monetária; seguro depósito; resolução bancária.

Abstract

The lender of last resort (LOLR) is an economic agent that has the economic capacity and is willing to provide liquidity when no other agent would. Resolution authorities are legally empowered to apply technical tools to deal with solvency crises. Unlike developed countries, where central banks created a wide range of emergency liquidity facilities and occasionally played the role of resolution authorities, the Brazilian Central Bank (BCB) was legally prevented from increasing its political actions due to the Fiscal Responsibility Law. This article argues that, due to legal constraints, the management of the 2008 crisis caused the institutional fragmentation of the monetary power in Brazil: the official functions of the BCB and the Deposit Insurance Fund (Fundo Garantidor de Créditos – FGC) were restructured. We define monetary power as the economic capacity, combined or not with the legal competence, to influence directly the creation of credit money in the economy. An analytical model is proposed to identify both the extension of the institutional rearrangement and its inherent institutional limits. It is possible to identify significant problems of economic efficiency as well as legitimacy gaps in the current fragmented legal framework. The legal design, mainly

created by ad hoc rules of the Executive branch, seems unable to effectively respond to deeper financial crises in the future.

Keywords

Brazilian Central Bank; Brazilian Deposit Insurance Fund; emergency liquidity assistance; lender of last resort; resolution regime; deposit insurance.

INTRODUÇÃO

A função econômica de prestamistas de última instância está associada à ideia de prevenção e mitigação de pânico financeiro. Em momentos de anormalidade econômica, restrições de liquidez podem desencadear crises sistêmicas e pôr em risco a estabilidade do sistema financeiro.¹ Para evitar que problemas de liquidez se convertam em estado de insolvência, um agente econômico, o “estabilizador monetário” (KINDLEBERGER; ALIBER, 2011), ou “prestamista de última instância”, assume a responsabilidade de dar assistência a agentes financeiros, notadamente aqueles que emitem moeda-crédito (isto é, bancos). Uma vez que se configure uma crise de solvência, autoridades de resolução, por sua vez, entram em cena e se valem de uma série de instrumentos e ferramentas destinadas a prevenir a disseminação do risco sistêmico, seja pela liquidação extrajudicial de uma instituição insolvente, por sua reestruturação societária (fusões e aquisições) ou pela transferência de ativos e/ou passivos a uma terceira entidade.

O papel de prestamista tem sido tradicionalmente visto como de responsabilidade específica de bancos centrais. Já a manipulação de ferramentas de resolução pode estar a cargo da instituição do seguro de depósitos, do banco central ou de uma agência independente de supervisão financeira, a depender da jurisdição. A crise de 2008 revelou, contudo, práticas de prestamista de última instância e de resolução bancária peculiares ao Brasil.

Originalmente, a formulação intelectual do papel de prestamista de última instância foi construída por Walter Bagehot (1999), a partir da avaliação das práticas do Banco da Inglaterra no mercado de redesconto de letras de câmbio (*bills of exchange*), no século XIX.² Segundo as “regras” de Bagehot (1999), o prestamista de última instância deve (1) emprestar ilimitadamente a (2) agentes solventes, com base em (3) boas garantias e a (4) taxas elevadas.

...

- 1 Como o crédito é baseado em uma rede interconectada de instituições, em caso de crise de confiança, o contágio pode se propagar e atingir agentes solventes, que podem sofrer restrições de liquidez.
- 2 Thornton (1802) já havia formulado uma descrição bastante sofisticada desse mercado bancário. Para a história do desenvolvimento dessa função bancária na Inglaterra do século XIX e sua formulação intelectual por Bagehot e outros economistas, ver Bignon, Flambeau e Ugolini (2009), Bordo (1990) e Goodhart (1988). Ver também Fischer (1999) e Kindleberger e Aliber (2011, p. 213-228).

Bagehot nunca recorreu ao termo “taxas punitivas”, apesar de alguns economistas terem construído essa leitura de seus escritos (KINDLEBERGER; ALIBER, 2011, p. 226; FISHER, 1999, p. 90). Taxas elevadas buscavam incentivar que as instituições recorressem ao prestamista somente como último recurso e, considerando a conjuntura em que Bagehot escrevia, evitar que uma crise bancária fosse acompanhada de uma crise monetária, no contexto do padrão ouro adotado pela Inglaterra. Portanto, taxas elevadas evitariam o conflito entre expansão do crédito em tempos de crise e a política cambial do padrão ouro (com a consequente paridade fixa da moeda).³

Autoridades de resolução, por sua vez, são desenhadas para responder a uma questão fundamental do funcionamento de sistemas financeiros, em tempos de crise: quem paga a conta quando bancos quebram? Durante uma crise, autoridades públicas podem se sentir constrangidas a salvar bancos para evitar impactos negativos de falências desordenadas. No pós-crise de 2008, debates públicos têm se concentrado em construir alternativas institucionais para transferir efetivamente o custo financeiro do resgate de instituições *de* contribuintes *para* acionistas e demais credores subordinados. Convencionalmente, uma estrutura jurídica, que gere credibilidade, retira qualquer subsídio implícito a bancos, removendo o risco moral das ações políticas.

O argumento do risco moral aplica-se tanto ao prestamista de última instância como a autoridades de resolução. É um dilema enfrentado por ambas as entidades em sua atuação política: se acionistas ou gestores de instituições financeiras acreditam que elas serão forçosamente resgatadas em tempos de crise, eles tendem a ser menos cautelosos na realização de operações de crédito em tempos de normalidade (KINDLEBERGER; ALIBER, 2011, p. 213).

De fato, o arcabouço jurídico, em que bancos operam, tende a determinar a habilidade econômica e a credibilidade de bancos centrais, ou de autoridades de resolução, quando atuam como prestamistas de última instância ou gestores de crises de solvência. Se um banco central é confrontado com restrições legais para responder a momentos de distúrbios econômicos, a função de prestamista tende a ser delegada a outras entidades por meio de técnicas de redesenho jurídico. Afinal, em última instância, a crise precisa ser contida. Essa delegação de poderes e, conseqüentemente, a fragmentação institucional decorrente, podem resultar ou não em um arcabouço alternativo, que assegure credibilidade e confiança para enfrentar crises financeiras futuras.

Diferentemente das autoridades em economias avançadas no período pós-2008 – notavelmente os Estados Unidos, Inglaterra, Japão e zona do euro –, o Banco Central do Brasil (BCB) não pôde expandir seus programas de provisão emergencial de liquidez (*emergency liquidity assistance* – ELA). Nos países mencionados, a política de prestação de liquidez ampliou

...

3 O intuito era evitar a “fuga” de ouro (ou seja, capital internacional) da Inglaterra. Para uma pormenorização dessa crítica, ver Bignon, Flambeau e Ugolini (2009, p. 25-27).

as modalidades de operações de crédito e os agentes com acesso ao banco central. Houve, ainda, inovações no desenho de mecanismos de resolução (JUDGE, 2016; INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2012; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2014; RICKS, 2011; BLACK, 2010; GORTON; METRICK, 2010; MEHRLING, 2010; KROSZNER; MELICK, 2009).

Em contraste, no Brasil, as funções de prestamista e de resolução bancária foram desempenhadas pela combinação de diferentes entidades, que disponibilizaram (e ainda disponibilizam) assistência de liquidez *limitada* e medidas de resolução *ad hoc* em tempos de anormalidade. O atual arcabouço jurídico, concebido de forma imediatista e improvisada para conter os distúrbios de 2008, tem sofrido de problemas de legitimidade e de eficiência econômica devido à fragmentação institucional decorrente e a restrições de natureza jurídica, que persistem no pós-crise.

Para demonstrar o processo de fragmentação institucional e os limites do atual arcabouço jurídico brasileiro, este artigo propõe um modelo analítico para avaliar as ações políticas relacionadas à função de prestamista e ao emprego de medidas de resolução no pós-2008. Por meio da análise das medidas político-jurídicas tomadas por instituições brasileiras no enfrentamento à crise financeira, demonstra-se que outra entidade, além do banco central, assumiu o papel relevante de manter o nível de moeda-crédito na economia. Essa entidade foi o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), que não só realizou assistência emergencial de liquidez (função de prestamista de última instância), como também foi mais profundamente integrado ao regime de resolução bancária do país, assumindo funções de apoio a reestruturações societárias.

Em contraste com a maioria dos fundos de seguro depósito no mundo, em que o sistema de seguro é gerido por entidades públicas, o FGC é uma entidade privada, juridicamente uma organização sem fins lucrativos.⁴ Seus associados são instituições financeiras, que atendem a certos critérios definidos no estatuto do fundo: elas recebem depósitos à vista ou a prazo, e/ou captam recursos pela emissão de certos tipos de obrigações.⁵

O argumento central deste artigo é o de que a gestão da crise de 2008 provocou a fragmentação institucional do poder monetário no país devido a restrições legais e políticas impostas ao banco central – sobretudo, em decorrência da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n. 101/2000). Desde então, o FGC tem desempenhado funções *análogas* àquelas da autoridade monetária brasileira. Para este trabalho, *poder monetário* é a capacidade econômica, combinada ou não com a competência legal, de influenciar diretamente a criação de moeda-crédito na economia. Historicamente, esse poder é atribuído a bancos centrais. No caso brasileiro, uma significativa parcela desse poder tem sido compartilhada com o FGC, desde a crise de 2008.

...

⁴ O gestor do seguro depósito na Alemanha é outra exceção em termos de desenho jurídico.

⁵ Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n. 4.222/2013, artigo 8º.

Este artigo é baseado em duas ideias principais, que acreditamos serem fundamentais para se analisar o arcabouço jurídico e a prática dos prestamistas no Brasil. A primeira premissa é a de que a função do prestamista de último recurso tem natureza monetária, ou seja, ele está exercendo propriamente *poder monetário*, cujo objetivo é assegurar a atividade de transformação de maturidade (prazo) do crédito pelo sistema financeiro. Assim, o prestamista busca influenciar diretamente a criação de moeda-crédito (representada por dívidas de curto prazo, como depósitos à vista) na economia, por meio da assistência de liquidez a instituições financeiras. Bancos criam novas “unidades” de poder monetário (novos depósitos) *por meio* da atividade de operações de crédito, aliviando a escassez de liquidez.

Essa concepção intelectual, acerca da relação entre a concessão de crédito e a expansão monetária, não é evidentemente nova. Ela está presente nos trabalhos históricos de Young (1999, p. 273-274) e Dunbar (1891, p. 48). Essa abordagem também é ressaltada por Keynes, em seu clássico “*Treatise on Money*”.⁶ No entanto, ela ganhou novo ímpeto no pós-crise de 2008 (HOCKETT; OMAROVA, 2016; MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014; JAKAB; KUMHOF, 2015), tendo sido, inclusive, sustentada por bancos centrais em economias avançadas (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014).⁷ Esses autores contestam a ideia da intermediação financeira como processo de criação monetária na economia.⁸ Especialmente, essa premissa destaca a importância de uma das regras de Bagehot em tempos de crise: *emprestar ilimitadamente*.

Bancos centrais podem emprestar ilimitadamente, porque são instituições financeiras que, potencialmente, conseguem expandir seus balanços sem maiores restrições institucionais: eles têm o poder legal de emitir a “própria” moeda, a moeda nacional. Em contraste, desenhos institucionais alternativos para o exercício de funções de prestamista precisam considerar sua habilidade econômica e sua credibilidade em prover liquidez (moeda-crédito) em tempos de crise, *sem gozar dos mesmos poderes de bancos centrais*. Por exemplo, o FGC enfrenta problemas

...

6 “There can be no doubt that, in the most convenient of language all deposits are ‘created’ by the bank holding them. It is certainly not the case that the banks are limited to that kind of deposit, for the creation of which it is necessary that depositors should come on their own initiative bringing cash or cheques” (KEYNES, 2011, p. 30).

7 Essa visão é distinta daquelas de manuais de economia ou de obras de direito bancário brasileiro ou português (PINTO, 2015; SALOMÃO NETO, 2014; FONSECA, 2010; OLIVEIRA, 2009; CORTEZ, 2004).

8 É importante ressaltar apenas que esse modelo *não* pressupõe que bancos não enfrentem limitações institucionais para a criação da moeda-crédito. Instituições financeiras estão submetidas às limitações de seu balanço (gestão prudente de riscos de liquidez e solvência, e a realização de operações lucrativas), à manutenção de índices de capital próprio e liquidez definidos por regulação bancária, ao próprio comportamento de agentes privados (que podem usar os recursos para pagar empréstimos anteriores, “destruindo” a nova liquidez criada) e, por fim, à política monetária do banco central (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014, p. 4-5).

de eficiência econômica enquanto provedor de liquidez, porque suas ações são baseadas em atividades de redesconto *limitado* (é um fundo e uma associação sem fins lucrativos, não uma instituição financeira). Ademais, o FGC não *emite* moeda-crédito, mas apenas *aloca* recursos a bancos com dificuldades de liquidez.

A segunda premissa é a de que a concepção tradicional de corrida bancária foi expandida no pós-2008. Autoridades monetárias estão também preocupadas com corridas de “financiamento” (RICKS, 2011; KROSZNER; MELICK, 2009). Corridas bancárias são produtos de uma configuração contratual particular: elas ocorrem quando um número grande de provedores de financiamento com maturidades de curto prazo decide não renovar seus contratos, após o vencimento (RICKS, 2001, p. 84). De tal modo, essas corridas são inerentes ao sistema monetário e podem afetar não somente a relação entre bancos e depositantes, esses últimos geralmente protegidos pelo seguro depósito, mas também podem ocorrer em *conexões interbancárias*, impactando a criação de moeda-crédito na economia.

Assim, juntamente com esquemas de seguro depósito tradicionais, autoridades regulatórias visam impedir desajustes na maturidade de contratos e assegurar que instituições financeiras tenham níveis adequados de liquidez para desempenhar sua função, isto é, a atividade de transformação da maturidade do crédito. Reguladores buscam garantir a qualidade e alongar a maturidade do passivo de bancos, assegurando a estabilidade do financiamento bancário. Essa preocupação tende a expandir os mecanismos legais desenhados para responder à estabilidade financeira. Por exemplo, a criação de seguros para títulos de longo prazo foi uma resposta formulada pelas autoridades brasileiras para evitar desajustes de maturidade do crédito interbancário. A atenção à liquidez de bancos pequenos e médios gerou a criação de medidas políticas para dar suporte a bancos durante a crise.

Este artigo sustenta que a delegação de poder monetário ao FGC produziu fragmentação institucional do sistema financeiro nacional, com efeitos positivos e negativos. Do lado positivo, as autoridades brasileiras puderam responder rapidamente aos desafios financeiros da crise e contornar as limitações legais e políticas impostas ao banco central. Ademais, isso reduziu o uso de recursos públicos para dar suporte ao sistema financeiro nacional, já que recursos de natureza privada foram acionados.

Do lado negativo, o atual arcabouço jurídico fragmentado é relativamente incerto, o que tende a diminuir sua credibilidade e sua efetividade para tratar crises futuras de liquidez e solvência mais profundas. O exercício do poder monetário pelo FGC é, sobretudo, discricionário e não há regras detalhadas que regulem seu uso, apenas autorizações gerais definidas por meros regulamentos do Poder Executivo. Ainda, a ação financeira do FGC é limitada, uma vez que ele é constituído legalmente enquanto um fundo e, conseqüentemente, não tem acesso ao BCB como último recurso. Não há separação entre fundos: o fundo, que responde pelo seguro depósito, é o mesmo que suporta a liquidez de instituições financeiras, o que pode gerar fragilidades no caso de crises mais contundentes. Problemas de risco moral e conflito de interesses parecem ser particularmente relevantes no exercício do poder monetário pelo FGC.

Finalmente, o rearranjo institucional de atribuições monetárias entre o banco central e o FGC foi construído de forma *ad hoc* por regulamentos do Poder Executivo e medidas provisórias,⁹ com participação limitada do Poder Legislativo. Não há regras de prestação de contas e responsabilização. Não são exigidos procedimentos legislativos ou debates públicos mais amplos para se alterar esse arcabouço normativo, o que tende a reduzir a legitimidade dessa estrutura jurídica e enfraquecer o processo de prestação de contas do BCB e do FGC, no exercício do poder monetário.

Este artigo apresenta mais três seções, além desta introdução. Na próxima seção, o modelo de análise da política brasileira e de seu arcabouço jurídico, para as funções de prestamista de última instância e de resolução bancária, é construído. Trata-se de uma leitura pelos autores dos campos de atuação das autoridades no país, em momentos de crises de liquidez e de solvência. O modelo foi pensado a partir da investigação das práticas das entidades brasileiras e dos normativos emitidos, sobretudo, no pós-2008. Enfatiza-se também a originalidade da abordagem teórica aqui proposta, que adota a perspectiva monetária, e sua utilidade para compreender o desempenho das funções de prestamistas e de resolução bancária. Na seção 3, por sua vez, apresenta-se em detalhe o levantamento empírico da atuação das instituições brasileiras, o que revela um papel expandido do FGC como instituição com funções análogas àquelas da autoridade monetária. As principais inovações institucionais foram promovidas no arcabouço do fundo e se relacionam com a função de prestamista de última instância. Uma breve conclusão fecha o artigo, com considerações quanto ao desenho dessa política pública.

2 A FRAGMENTAÇÃO INSTITUCIONAL DO PODER MONETÁRIO NO BRASIL: RESTRIÇÕES LEGAIS A PRERROGATIVAS DO BANCO CENTRAL E LIMITAÇÕES DO ARCABOUÇO JURÍDICO CRIADO NO PÓS-2008

O funcionamento do sistema monetário pode ser caracterizado pela busca do equilíbrio entre duas dimensões: a elasticidade e a escassez (MEHRLING, 2012). Para assegurar estabilidade financeira, a gestão da moeda por autoridades públicas compreende mecanismos jurídicos, que promovem a expansão monetária em tempos de crise (*elasticidade*), e a “disciplina” da moeda, em momentos de *boom* do crédito (*escassez*). O sistema monetário abrange tanto a denominada moeda de “alta potência” (*high-powered money*), que compreende as obrigações de um banco central (contas de depósito de instituições financeiras e papel-moeda), como também a moeda-crédito, representada por dívidas de curto prazo emitidas por bancos. A moeda-crédito (moeda

...

⁹ Medidas provisórias são instrumentos legislativos, que têm força de lei e são de competência exclusiva do Presidente da República. São editadas em casos de relevância e urgência, e devem ser confirmadas pelo Congresso Nacional depois de 120 dias para conversão em lei (Artigo 62, Constituição Federal de 1988). Esse prazo pode ser prorrogado uma única vez.

bancária ou moeda escritural) compreende obrigações jurídicas de curto prazo, que são percebidas por agentes econômicos como substitutos da moeda estatal.

A principal moeda-crédito em “circulação” são contratos de depósito em instituições financeiras que, apesar de se configurarem juridicamente como *promessas de pagamento*, são utilizadas de fato e de direito como meios finais de liquidação dos mais diversos contratos em sociedade.¹⁰ Apesar de se constituírem enquanto obrigações de instituições financeiras e não do Estado, agentes privados transacionam a moeda-crédito em paridade com a moeda estatal (ou seja, com mesmo valor), por ser percebida como ativo líquido, porque depósitos podem ser convertidos em moeda estatal conforme demanda do titular (MEHRLING, 2012).

No plano de transações ordinárias na economia, portanto, a promessa de pagamento de um banco (depósito bancário) é aceita como se moeda fosse e a instituição financeira integra todas as demais relações econômicas entre indivíduos, e entre estes e sociedades empresariais. O sistema bancário, indispensável em economias avançadas, serve tanto como sistema de pagamentos como, ao mesmo tempo, emite um tipo específico de moeda, uma moeda privada.

Em tempos de crise, contudo, ativos líquidos, percebidos como equivalentes de moeda estatal por agentes econômicos, podem transformar-se em ativos ilíquidos, de longo prazo, especialmente em casos de insolvência. Essa é uma das preocupações centrais em crises de liquidez: evitar que ativos líquidos percam sua capacidade econômica de funcionar como moeda-crédito (RICKS, 2011) e, dessa forma, como meios finais de liquidação de contratos.

A autoridade monetária intervém, como prestamista de última instância, para assegurar que instituições financeiras continuem a *criar* moeda-crédito, reinserindo elasticidade no sistema. Autoridades públicas buscam, assim, manter o fluxo contínuo da transformação da maturidade do crédito, atividade desempenhada precipuamente por instituições financeiras. Em tempos de normalidade, a criação de moeda é indiretamente influenciada pelo banco central por meio da definição de um preço (a taxa de juros) para reservas bancárias.¹¹ Operações de mercado aberto são instrumentos que permitem a implementação dessa política cotidianamente.

Em tempos de crise, entretanto, a autoridade monetária assume um papel interventivo mais direto para sustentar a confiança no sistema da moeda-crédito e impedir que problemas de liquidez se transformem em problemas de solvência, impactando a estabilidade financeira de todo o sistema. O banco central traz, assim, o mercado financeiro para dentro da entidade e enfatiza seu papel de banco dos bancos (em contraste com seu papel de agente estatal regulador, em tempos de normalidade). Ele passa a redescontar créditos de agentes financeiros e

...

¹⁰ Para uma explicação sobre o conceito jurídico de moeda, ver Duran (2015, p. 304-305).

¹¹ Em um sentido amplo, as reservas compreendem os depósitos das instituições financeiras junto ao banco central, bem como títulos do governo (líquidos), que podem ser convertidos rapidamente em moeda sem perda significativa de valor. Para uma análise do arcabouço jurídico da política monetária moderna, ver Duran (2013).

aciona mecanismos para assegurar a estabilidade do balanço das instituições – notadamente, recomprando instrumentos jurídicos (como títulos de crédito e depósitos de longo prazo) para assegurar a estabilidade do passivo de bancos e a continuidade de suas operações.

Durante a gestão da crise de 2008, duas regras de Bagehot (1999) parecem ter sido “flexibilizadas”: o redesconto com base em “boas garantias” e a taxas elevadas. As políticas de assistência de liquidez emergencial, promovidas por bancos centrais em países desenvolvidos, como o *Federal Reserve* (FED) nos Estados Unidos, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco da Inglaterra, ampliaram o número de agentes com acesso a bancos centrais, bem como as garantias aceitas para redesconto (como ativos lastreados em hipotecas e avais de controladores de instituições financeiras), além de reduzirem as taxas dessa atividade (JUDGE, 2016; INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2012; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2014; RICKS, 2011; GORTON; METRICK, 2010; MEHRLING, 2010).¹²

Uma das principais justificativas para ampliação do acesso ao banco central foi a necessidade de emprestar liquidez diretamente a atores financeiros que, para além de bancos, também foram reconhecidos como agentes transformadores de maturidade do crédito na economia: o *shadow banking*. Por conseguinte, esses agentes impactavam o suprimento de moeda-crédito, isto é, eles emitiam obrigações jurídicas de curto prazo percebidas como substitutos de moeda por diferentes agentes econômicos (GORTON; METRICK, 2010; RICKS, 2011).

No Brasil, o *shadow banking* ainda é percebido pelas autoridades reguladoras como limitado e pouco extenso, comparativamente ao sistema bancário tradicional. O BCB passou a incluir uma seção especial sobre supervisão do *shadow banking*, em seu relatório de estabilidade financeira, desde 2015. De acordo com a entidade, esse setor representaria apenas 6,6% do total de ativos financeiros do sistema bancário e 7% do produto interno bruto (PIB) do país (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015, p. 40). A interconectividade entre esse setor e bancos é relativamente elevada, mas tem ainda pouco impacto para o setor bancário: 25,5% dos ativos do *shadow banking* brasileiro são investidos em bancos, mas representam apenas 2% do total dos ativos bancários (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015, p. 41).

No que refere às políticas de prestamista, portanto, o foco das autoridades brasileiras tem sido dirigido precipuamente ao setor bancário e ao mercado interbancário. A gestão eficaz de uma crise financeira exige de autoridades monetárias medidas jurídicas, que inferiram no

...

12 A assistência de liquidez foi combinada com o *Quantitative Easing* (QE), como ferramenta de política monetária. Essa última procurou influenciar o preço dos ativos financeiros no mercado, aumentando a moeda estatal detida por esses agentes e incentivando-os a reestruturar seus portfólios. Essa política tende a levar à diminuição do custo de financiamento para empresas, gerando o “efeito da batata quente” (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014, p. 11-12). A política monetária do QE também ficou conhecida como “políticas de expansão do balanço”, uma vez que expandiu o balanço dos bancos centrais em economias desenvolvidas. Para detalhes desse argumento e crítica das políticas monetárias não convencionais implementadas durante a gestão da crise de 2008, ver Bagus e Howden (2009).

ativo e no passivo do balanço de instituições financeiras. Do lado do ativo, busca-se assegurar a continuidade da oferta de moeda-crédito na economia, aumentando a liquidez de bancos. Essa finalidade pode ser atingida, por exemplo, por meio da redução do compulsório ou pelos programas de assistência de liquidez. A estabilidade das captações de instituições financeiras (lado passivo do balanço) requer também arranjos institucionais específicos, como seguro depósito.¹³ Ao contrário da assistência de liquidez, que tem caráter discricionário e é medida de natureza *ex post*, esses instrumentos jurídicos têm natureza vinculante e são instituídos *ex ante*.

Em 2008 e anos seguintes, a produção normativa pelos poderes políticos brasileiros procurou assegurar a estabilidade da captação de recursos pelas instituições financeiras (títulos ou contratos de depósito de médio e longo prazo) e aumentar as possibilidades de injeção de liquidez, via redesconto de carteiras de crédito e capitalização de bancos médios e pequenos. Além do banco central, outro agente passou a exercer essa função: o FGC.

O FGC foi criado, em 1995, pela Resolução n. 2.211 do CMN, um órgão que integra o Poder Executivo – ainda que expressamente o artigo 192 da Constituição Federal atribuisse, na época, essa competência ao Congresso Nacional.¹⁴ A associação ao fundo é obrigatória para entidades como bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, bancos de investimentos, Caixa Econômica Federal e sociedades de crédito, financiamento e investimento. Os seus recursos provêm, primordialmente, de contribuições compulsórias.¹⁵ O FGC garante, até um certo limite, depósitos à vista, em poupança, a prazo (como o Certificado de Depósito Bancário – CDB) e determinados instrumentos financeiros de investimento (como letras hipotecárias).

Originalmente, o fundo foi criado com o único objetivo de prover um seguro depósito *ex ante* para pequenos investidores. Não somente, mas sobretudo a partir de 2008, o CMN promoveu significativas e sucessivas alterações na estrutura e nos poderes do FGC com emissão de diversas resoluções, que expandiram poderes e mandatos da entidade. De acordo

...

¹³ Reconhece-se que uma medida de estabilização do passivo pode ter por finalidade última assegurar a continuidade da geração de moeda-crédito e, portanto, sustentar o nível de crédito requerido para o crescimento da atividade econômica.

¹⁴ Na época, o Partido dos Trabalhadores (PT) entrou com uma ação direta de inconstitucionalidade (ADIn) no Supremo Tribunal Federal (STF), alegando que o CMN, ao criar o FGC, havia usurpado competência legislativa do Congresso Nacional. A decisão foi dramática. O ministro Marco Aurélio sustentava que, se “não fosse a repercussão do deferimento de uma liminar em maior extensão, considerados principalmente os pequenos investidores, os pequenos correntistas, não teria a menor dúvida em atuar no campo pedagógico, sinalizando ao autor do ato atacado que ele também deve obediência à Lei Maior, à Constituição Federal” (ADInMC 1.398, p.105). Em decisão final, o tribunal optou por “não decidir”: aguardou a alteração do artigo 192 da Constituição pelo Legislativo (Emenda Constitucional n. 40/2003) e julgou pela perda do objeto da ação.

¹⁵ Atualmente, a contribuição mensal é de 0,0125% do montante dos saldos dos instrumentos financeiros garantidos, identificados no artigo 2, incisos I a X, do Anexo II, da Resolução CMN n. 4.222/2013.

com a classificação de seguros depósitos pelo Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board* – FSB), o FGC está na categoria *paybox plus* (FINANCIAL STABILITY BOARD, 2012), ou seja, tem responsabilidades adicionais além do reembolso de depósitos, como funções relacionadas à resolução bancária.¹⁶ Na prática e com base em resoluções do CMN, o fundo também recebeu poderes para dar assistência a instituições financeiras enquanto prestamista.

Alterações no arcabouço jurídico, que governa as ações do BCB e do FGC, foram feitas primariamente pelo Poder Executivo de forma *ad hoc*, com participação reduzida do Congresso Nacional.¹⁷ As políticas foram constituídas via medidas provisórias e resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN). No caso das medidas provisórias, o Poder Legislativo apenas confirmou essas disposições em momento posterior, convertendo-as em lei.

No entanto, as regras jurídicas centrais, destinadas a enquadrar as ações políticas relacionadas a crises de liquidez e solvência, foram emitidas pelo CMN. Esse Conselho foi criado em 1964 para mesma lei que constituiu o Banco Central do Brasil (Lei n. 4.595/1964). Ainda que os membros do CMN tenham variado no decorrer de sua histórica, ele foi e é precipuamente formado por agentes do Poder Executivo.¹⁸ Atualmente, o CMN conta com os Ministros da Fazenda e do Planejamento Econômico e o Presidente do BCB em sua composição (Artigo 8º, Lei n. 9.069/1995).

O Gráfico 1 apresenta uma proposta de leitura das competências do BCB e do FGC no sistema financeiro nacional, que foram remodeladas por esses normativos. Ele identifica o atual campo político-jurídico para essas instituições, no intuito de superar crises de liquidez e de solvência. Esse modelo de análise foi construído a partir da investigação da atuação institucional das autoridades no pós-crise, levando em conta suas práticas e as regras criadas para superar a crise de 2008. Essas ações estão detalhadas nas seções seguintes deste artigo.

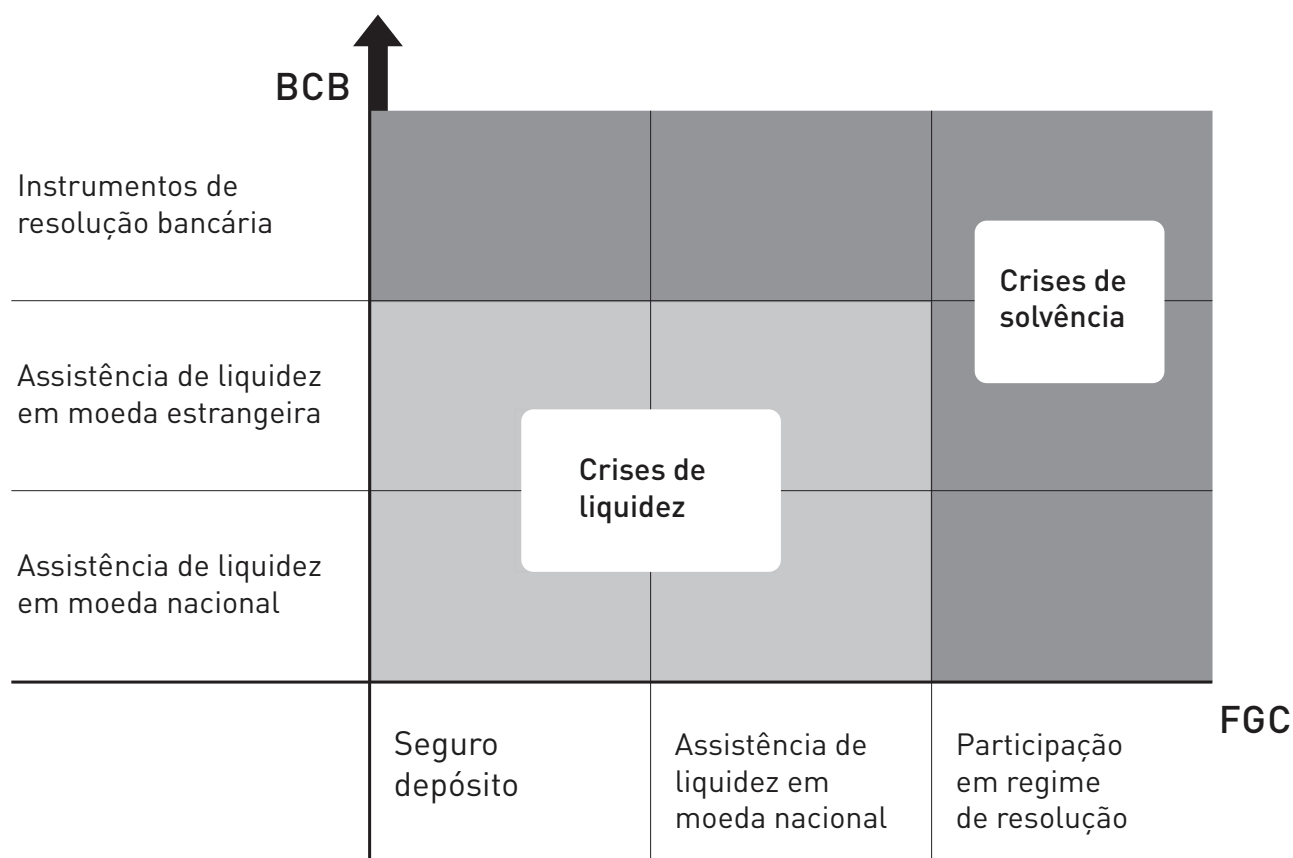
...

16 No pós-crise de 2008, no momento em que muitos regimes de seguro de depósito em todo o mundo tiveram os seus mandatos reestruturados, o FSB (2012) criou uma tipologia para classificar essas instituições, que podem ser agrupadas em quatro categorias: 1) *Paybox*: aqueles que são apenas responsáveis pelo reembolso de depósitos segurados (Austrália, Alemanha, Suíça etc.); 2) *Paybox plus*: na qual a seguradora de depósitos tem responsabilidades adicionais, como algumas funções de resolução bancária (Argentina, Brasil e Reino Unido); 3) “minimizador de perdas”: o gestor do fundo se envolve ativamente na seleção de um conjunto completo de estratégias apropriadas de resolução de menor custo (Canadá, França, México, Espanha e Turquia); e 4) “minimizador de risco”: em que o gestor possui abrangentes funções de minimização de risco, inclusive um conjunto completo de poderes de resolução, bem como responsabilidades de supervisão prudencial (Coreia e Estados Unidos).

17 As medidas são detalhadas mais adiante, na seção seguinte deste artigo.

18 Membros do CMN foram, entre outros, presidentes de bancos públicos, diferentes Ministros de Estado e, até mesmo em alguns momentos, representantes de classes trabalhistas.

GRÁFICO 1 — **PRESTAMISTAS DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E MEDIDAS DE RESOLUÇÃO BANCÁRIA: A FRAGMENTAÇÃO DO PODER MONETÁRIO BRASILEIRO NO PÓS-CRISE DE 2008**



Fonte: Elaborado pelos autores, com base na análise empírica apresentada na seção 3 deste artigo.

O quadrado menor (em cinza claro) representa as medidas políticas e legais para lidar com a escassez de liquidez, ou seja, as funções de prestamista de última instância, em sentido estrito. A extensão deste quadrado pode variar dependendo da profundidade da crise e das ferramentas utilizadas pelas entidades brasileiras. O Gráfico 1 também identifica as ferramentas disponíveis no regime de resolução brasileiro relacionado à capitalização de bancos e outras formas de operações de crédito para reestruturações societárias (quadrado cinza escuro).

A seta no gráfico representa a elasticidade potencial de cada instituição (BCB e FGC), ou seja, sua capacidade de expandir o volume de moeda-crédito na economia, evitando assim corridas de liquidez e problemas de solvência. Essa elasticidade é distribuída de forma desigual entre as duas entidades. Para aumentar a eficiência econômica das duas instituições brasileiras, seria necessário manipular a elasticidade de cada entidade e suas ferramentas políticas.

Hierarquicamente, o banco central é o mais importante prestamista da economia brasileira e também autoridade de resolução, por ser o único agente no sistema financeiro nacional capaz de expandir de forma ilimitada seu balanço para emitir moeda nacional. É a autoridade que não está sujeita a princípios de disciplina relacionados à solvência, como é

o caso de outras instituições financeiras e, particularmente, do FGC, por se constituir como um fundo.

O BCB exerce o poder constitucional de emitir a própria moeda (Artigos 21, VII, e 164, *caput*, Constituição Federal). Consequentemente, a autoridade monetária pode acumular perdas ou operar com patrimônio negativo, na prática. Esse uso expansivo do balanço não prejudica propriamente a *emissão* da moeda¹⁹ ou demanda uma suposta “recapitalização” econômica. No país, a recapitalização pelo Tesouro Nacional é uma obrigação jurídica, prevista pela Lei de Responsabilidade Fiscal (Artigo 7º, Lei Complementar n. 101 de 2000). Esse tipo de norma é comum em outros países e decorre da concepção de que um banco central deve ter seu balanço avaliado como se fosse uma instituição financeira ordinária. No entanto, essa forma de avaliação desconsidera que um banco central é emissor da própria moeda (no caso brasileiro, é um poder constitucional) e não está submetido, portanto, a princípios de solvência.

O FGC, por sua vez, depende da qualidade de seu balanço, que dá “suporte” à moeda-crédito “alocada” por ele. Como o fundo é uma entidade que depende de ser capitalizado *ex ante*, ele tem sua capacidade reduzida para expandir assistência de liquidez. Isso tende a diminuir sua credibilidade para responder a crises mais profundas, que possam envolver eventualmente grandes bancos.

O FGC tem consideravelmente menos elasticidade também porque não tem acesso ao BCB em último recurso, por não ser constituído enquanto instituição financeira (uma exigência legal da Lei n. 4.595/1964). O FGC não pode, portanto, *emprestar ilimitadamente*. Se o FGC vier a falir, o BCB não pode, com base no atual arcabouço jurídico, prover um *back-stop* para as obrigações do fundo. O FGC pode somente contar, eventualmente, com um suporte *implícito* do Tesouro nacional.

O estatuto do fundo prevê que ele pode acessar fontes adicionais de financiamento em circunstâncias excepcionais, incluindo o adiantamento de contribuições de associados ou a imposição de contribuições extraordinárias, ou ainda a emissão de títulos e a obtenção de empréstimos de instituições nacionais ou multilaterais (artigo 10, parágrafo 2º, Resolução CMN n. 4.469/2016). No entanto, em tempos de crise econômica aguda, o acesso a recursos suplementares pode ser limitado. Apesar da sua pouca elasticidade, o FGC é, na prática, o principal agente prestamista e de resolução bancária do sistema financeiro nacional.

...

19 Aqui é importante ressaltar: o acúmulo de perdas no balanço não prejudica a *emissão* da moeda pelo banco central. Isso não significa, contudo, que a *demanda* pela moeda não possa ser eventualmente comprometida. Essa ideia ainda é bastante controversa na literatura e na prática de bancos centrais. No entanto, em nota de rodapé de documento público, o próprio Banco Central Europeu claramente reconheceu essa capacidade institucional para bancos centrais em Bunea, Karakitsos, Merriman e Studener (2016, p. 14, nota 7).

Além disso, o fundo é uma única entidade responsável por gerir ambos o seguro depósito e as operações de assistência de liquidez. Não há legalmente qualquer separação entre essas responsabilidades, ou entre os recursos destinados à implementação dessas políticas. Isso implica que, em tempos de maiores distúrbios econômicos, o resgate de bancos pode eventualmente deteriorar os fundos destinados a pequenos investidores.

A fragmentação do poder monetário pode acarretar, portanto, problemas de ordem prática, com efeitos para a consecução dos objetivos da política pública. Com relação particularmente à expansão da atuação do FGC, uma das críticas é a de que o fundo estaria destinado, atualmente, a não somente “salvar” depositantes, mas também instituições financeiras, e que haveria problemas relacionadas ao risco moral dessas operações (PINTO, 2015). O fundo é uma associação privada, formada por instituições financeiras. Em última medida, o FGC toma decisões para resgatar seus próprios associados, em tempos de crise.

Essa crítica, apesar de relevante, não dialoga com duas racionalidades jurídico-econômicas para a “nova” atuação do FGC: (1) como a liquidez (moeda-crédito) é criada e gerida numa economia moderna – ou seja, essa liquidez não se reduz a depósitos à vista e de curto prazo de pequenos contratantes bancários, mas depende também do financiamento interbancário; e (2) os limites institucionais impostos por legislação quanto à atuação do banco central brasileiro como prestamista de última instância que, em momentos de crise, precisa, na prática, recorrer à atividade de suporte financeiro.²⁰

3 O ARCABOUÇO JURÍDICO E AS PRÁTICAS DOS PRESTAMISTAS BRASILEIROS DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E AS MEDIDAS DE RESOLUÇÃO BANCÁRIA: FRAGMENTAÇÃO INSTITUCIONAL PARA ENFRENTAR A CRISE DE 2008

Nesta seção, a reconstrução dos dados empíricos procura demonstrar como e em que medida ocorreu a acomodação do poder monetário no Brasil, a partir da crise 2008. O recorte para a coleta dos dados compreende as práticas e os normativos que asseguraram a expansão da liquidez em tempos de crise (criação da moeda-crédito) e a estabilidade do balanço (lado passivo) de instituições financeiras, mitigando potenciais corridas de liquidez. O foco está sobretudo na reforma normativa empreendida nas atividades de redesconto do BCB e na expansão dos poderes do FGC. Este último passou a exercer funções análogas às de uma autoridade monetária no contexto brasileiro, além de atuar em medidas de resolução. Essas operações são detalhadas nas seções 3.1 e 3.2, respectivamente.

...

²⁰ Ademais, quanto à crítica do risco moral, é preciso levar em consideração a presença de possíveis mecanismos “mitigadores”, tais como a contínua regulação prudencial, a supervisão e a fiscalização pelo BCB, além de boas práticas de governança do próprio FGC.

3.1 A REDEFINIÇÃO DAS ATIVIDADES DO BCB: O PROBLEMA DAS RESTRIÇÕES LEGAIS ÀS PRERROGATIVAS MONETÁRIAS

No sistema monetário brasileiro, o BCB é o principal prestamista de última instância (Lei n. 4.595/1964) e a autoridade de resolução bancária (Lei n. 6.024/1974 e Decreto-Lei n. 2.321/1987).²¹ No entanto, o banco central enfrenta restrições legais significativas para cumprir plenamente seus mandatos. A Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, determina em seu artigo 28 que:

salvo mediante lei específica, não poderão ser utilizados recursos públicos, inclusive de operação de crédito, para socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional, ainda que mediante a concessão de empréstimos de recuperação ou financiamentos para mudança de controle acionário.

Em seu parágrafo segundo, o artigo dispõe que essa prescrição normativa “não proíbe o Banco Central do Brasil de conceder às instituições financeiras operações de redesconto e de empréstimos de prazo inferior a 360 dias”.

A Lei de Responsabilidade Fiscal foi promulgada em um contexto histórico específico: a autoridade monetária brasileira estava enfrentando críticas severas por resgatar bancos durante a década de 1990. Essa década foi marcada pelo processo de estabilização monetária, implementado pelo Plano Real e as crises bancárias constantes decorrentes da redução significativa das receitas bancárias, que anteriormente eram financiadas pela hiperinflação. Assim como o Estado se beneficia das receitas de senhoriagem ao emitir sua própria moeda, o mesmo processo é desencadeado para os bancos, ao emitir moeda-crédito na economia.

No entanto, as consequências jurídicas da Lei de Responsabilidade Fiscal perpetuam-se ao longo do tempo. É necessário um quórum de maioria qualificada do Congresso Nacional para mudar esse tipo de legislação, uma lei complementar (artigo 69, Constituição Federal de 1988). Assim, o capital político exigido para a mudança é significativamente alto e, em tempos de crise, pode criar obstáculos insuperáveis para uma resposta política rápida e adequada. A margem de manobra do banco central foi drasticamente reduzida por essa legislação. O BCB sofre de um problema legal de restrição institucional.

Dentro dos limites legais restritos definidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, o BCB atuou de acordo com os normativos identificados abaixo (Tabela 1), que buscavam definir parâmetros para assistência de liquidez na moeda nacional e em moeda estrangeira. O banco central também recorreu à manipulação de reservas compulsórias como uma ferramenta política para lidar com a crise de 2008.

...

²¹ Para o histórico da difícil construção da institucionalidade da autoridade monetária brasileira, ver Saddi (1997) e Duran (2013, p. 102-123).

TABELA 1 — **O ARCABOUÇO JURÍDICO DO BCB PARA O EXERCÍCIO DA FUNÇÃO DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E PARA MANIPULAÇÃO DE RESERVAS COMPULSÓRIAS**

| NORMATIVO | PODER PÚBLICO EMISSION | PRINCIPAIS MEDIDAS |
|-------------------------------|-----------------------------------|---|
| MEDIDA PROVISÓRIA N. 442/2008 | PRESIDENTE DA REPÚBLICA | CONFERE AO CMN PODERES PARA ASSEGURAR NÍVEIS ADEQUADOS DE LIQUIDEZ, CABENDO AO BCB, NA OCORRÊNCIA DE INADIMPLEMENTO, ALIENAR OS ATIVOS RECEBIDOS EM OPERAÇÕES DE REDESCONTO OU EM GARANTIA DE EMPRÉSTIMO. |
| RESOLUÇÃO N. 3.622/2008 | CMN | DISCIPLINA AS OPERAÇÕES DE REDESCONTO DO BCB, DEFININDO AS MODALIDADES DE CRÉDITOS PASSÍVEIS A ESSA ATIVIDADE (EM MOEDA ESTRANGEIRA E NACIONAL). |
| CIRCULAR 3.407 | BCB | CONDICIONAR A REDUÇÃO DO RECOLHIMENTO DO COMPULSÓRIO À AQUISIÇÃO DIRETA DE CARTEIRAS DE CRÉDITO, APLICAÇÃO EM DEPÓSITOS INTERFINANCEIROS OU À COMPRA DE COTAS DE FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS ORGANIZADOS PELO FGC. |
| CIRCULAR 3.411 | | |
| CIRCULAR 3.427 | | |
| CIRCULAR 3.408 | | |
| CIRCULAR 3.409 | BCB | REDUZIR A QUANTIDADE DA RESERVA COMPULSÓRIA. |
| CIRCULAR 3.410 | | |
| CIRCULAR 3.413 | | |
| CIRCULAR 3.417 | | |
| CIRCULAR 3.426 | | |
| CIRCULAR 3.427 | | |

CMN: CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL; BCB: BANCO CENTRAL DO BRASIL; FGC: FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS.

Fonte: Site do BCB/Elaborado pelos autores.

O BCB foi autorizado por normativos (Medida Provisória e Resolução do Conselho Monetário Nacional) a atuar em atividades de redesconto, de até 360 dias, tanto em moeda nacional como em moeda estrangeira, tendo poderes, inclusive, para alienar ativos dados em garantias para essas operações. O intuito foi dar suporte a agentes financeiros brasileiros também em dólares americanos, permitindo o uso de recursos da reserva internacional para facilitar a liquidação de contratos denominados em dólar.

Em 2009, a redução nas reservas compulsórias elevava-se a R\$ 116 bilhões (MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 13). No entanto, apesar do volume significativo desses recursos, essa política teve pouco efeito para lidar com a crise de 2008, uma vez que não incentivou as instituições financeiras a expandir suas atividades de empréstimos — em vez disso, no caso brasileiro, esses recursos foram canalizados para a aquisição de títulos do governo.²²

Essa evidência tende a confirmar a primeira premissa adotada por este artigo e também um debate relevante na literatura sobre esse tema: as deficiências da concepção teórica do “sistema de reserva fracionada” (*fractional reserve system*). O processo de criação da moeda — e, portanto, a expansão da liquidez em tempos de crise — depende do aumento de contratos de empréstimo para financiar agentes econômicos que, como *resultado de tais operações*, veem seus depósitos à vista expandirem (ou seja, sua detenção de moeda-crédito).

Em outras palavras, instituições financeiras criam novos depósitos e, portanto, injetam liquidez na economia, ao emprestar recursos a agentes privados. Bancos *emitem* novos instrumentos para o exercício do poder monetário de compra, transformando a maturidade do crédito — “descontando” títulos ou outros bens dados em garantia. A expansão da moeda-crédito, portanto, não ocorre quando bancos, supostamente, fazem a mera “intermediação” de recursos entre diferentes agentes econômicos. Essa ideia intelectual, quanto ao processo de criação da moeda, permite compreender porque a política de manipulação de reservas compulsórias, a despeito de seu montante, não foi tão bem-sucedida: ela não está sustentada em como bancos *efetivamente* emitem novas unidades de poder monetário e, portanto, expandem liquidez.

Em relação ao caso brasileiro, a Tabela 2 identifica as operações *efetivamente* conduzidas pelo BCB no pós-2008, baseadas no enquadramento legal identificado pela Tabela 1.

...

22 Ver demonstrações financeiras do BCB e notícias da mídia (<http://www.valor.com.br/valor-investe/casas-caldeiras/2975610/sem-rastro-de-crise-compulsorios-tem-nova-funcao>). Em economias avançadas, isso também ocorreu. O balanço do *Federal Reserve* nos Estados Unidos conta atualmente com uma quantidade sem precedentes de reserva de instituições financeiras, ainda que não haja remuneração. O Banco central suíço mantém reservas em níveis elevados de instituições financeiras, ainda que tenha instituído taxas de juros punitivas.

TABELA 2 – OPERAÇÕES DO BCB PARA RESPONDER À CRISE DE 2008

| TIPO DE ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ | PERÍODO TEMPORAL | MONTANTES ENVOLVIDOS |
|--|--|---|
| LEILÕES DE MOEDA ESTRANGEIRA (SPOT MARKET) | OUTUBRO DE 2008 – FEVEREIRO DE 2009 | US\$ 14,5 BILHÕES |
| OPERAÇÕES COMPROMISSADAS EM DÓLARES AMERICANOS | OUTUBRO DE 2008 – FEVEREIRO DE 2009 | US\$ 11,8 BILHÕES |
| LEILÕES PARA EMPRÉSTIMOS DE RESERVAS INTERNACIONAIS | A PARTIR DE OUTUBRO DE 2008 | US\$ 12,6 BILHÕES |
| SWAP CAMBIAL – CONTRATO A TERMO DE MOEDA SEM ENTREGA FÍSICA | A PARTIR DE OUTUBRO DE 2008 | US\$ 12 BILHÕES (O BCB ANUNCIOU ATÉ US\$ 50 BILHÕES, SE NECESSÁRIO) |

Fonte: Mesquita e Torós (2010).

O BCB atuou em grande medida para sustentar a liquidez em dólares americanos para as instituições financeiras brasileiras, assegurando um “redesconto” *limitado* em moeda estrangeira. Apesar das resoluções destinadas a aperfeiçoar as operações de prestamista em moeda nacional, não há relatos que mostrem o uso desse poder pelo BCB. Mesquita e Torós (2010), economistas do banco central, detalharam todas as operações realizadas pelo BCB para lidar com a crise de 2008. No entanto, não há qualquer menção à assistência de liquidez de emergência em moeda nacional.

Os limites relativos à maturidade das operações de crédito junto ao BCB (artigo 28, segundo parágrafo, Lei de Responsabilidade Fiscal) e o requisito de uma lei específica para qualquer operação de mais de um ano (artigo 28, Lei de Responsabilidade Fiscal) criaram restrições severas sobre a capacidade do Banco Central para responder à crise de 2008.

Além disso, no passado não tão longínquo, a autoridade monetária brasileira enfrentou severas críticas políticas por resgatar bancos usando recursos públicos, ao implementar notadamente a política do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional).²³ O BCB passou por dois inquéritos parlamentares destinados a investigar programas de assistência financeira.

...

²³ O PROER foi criado pela Medida Provisória n. 1.179 e pela Resolução CMN n. 2.208/1995.

A primeira comissão de inquérito tratou das operações de “salvamento” de bancos entre 1995 e 1997, após o Plano Real. A segunda comissão investigou a alegada má conduta por funcionários públicos em operações de *hedge* de um pequeno número de instituições financeiras, na sequência da desvalorização da moeda nacional em 1999, quando o regime de câmbio foi alterado. Em ambos os casos, as operações do BCB foram avaliadas com grande ceticismo por membros do Congresso Nacional. A crítica relacionava-se ao argumento da “crise sistêmica”, que sustentava intervenções individuais ou mais amplas por parte do banco central. Naquela época, os membros do Congresso estavam particularmente preocupados com os relatos de reuniões privadas entre funcionários do banco central e gerentes de instituições privadas, no momento das provisões de liquidez. Eles também se queixaram da falta de pronta notificação das ações do banco central ao Legislativo, bem como a ausência de critérios claros para nomeações de administradores em regimes especiais de liquidação.²⁴

Dessa forma, quando a crise de 2008 se desencadeou, parecia já haver instaurada uma cultura legal e política, que buscava evitar críticas legislativas e o uso de fundos públicos. A atuação complementar do FGC pode ser compreendida como decorrência dessas limitações institucionais impostas por lei complementar e por uma cultura política construída no passado recente, baseada no ceticismo da atuação do banco central.

O BCB não recorreu, portanto, a programas de assistência de liquidez emergencial em moeda nacional, típicas de países desenvolvidos, porque: (1) além do setor brasileiro do *shadow banking* ser ainda pouco representativo enquanto “fonte” para a criação da moeda-crédito; (2) o BCB estava limitado no exercício de suas prerrogativas devido à Lei de Responsabilidade Fiscal; (3) o Brasil dispunha de um agente financeiro, o FGC, que poderia incentivar a criação de moeda-crédito a partir de suporte financeiro *diretamente* a bancos pequenos e médios, no mercado interbancário (prestamista) e também por meio de capitalização (resolução); e (4) o estatuto do FGC e seu modo de funcionamento é disciplinado por meras resoluções do CMN, que podem ser alteradas a qualquer momento, com certa flexibilidade. Assim, as autoridades públicas puderam redefinir o papel de prestamista do BCB e expandir as funções do FGC, como o suporte à liquidez, para evitar corridas e assegurar a estabilidade da criação da moeda-crédito por bancos comerciais.

3.2 A EXPANSÃO DOS PODERES DO FGC: SEGURO *EX ANTE* E *EX POST* PARA O SISTEMA FINANCEIRO
Fischer (1999) sustenta que, historicamente, bancos centrais têm desempenhado o papel de prestamistas e gestores de crises de liquidez, mas que nenhuma dessas funções precisariam ser

...

²⁴ Ver Senado Federal Brasileiro. *Comissão Parlamentar de Inquérito* (CPI), criada pela Resolução n. 127, Relatório final, 1999; Câmara dos Deputados. *Comissão Parlamentar de Inquérito* (CPI – PROER), criada pela Resolução n. 21, Relatório final, 2002.

necessariamente assumidas por eles.²⁵ Um de seus argumentos empíricos está no desempenho dessas funções pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em nível global, sem que o Fundo tenha a capacidade de emitir as moedas internacionais demandadas por países com problemas em seu balanço de pagamentos.

Na ausência de um banco central, Bordo (1990, p. 25-26), Calomiris (1990) e Dunbar (1891, p. 43-46) referem-se a esquemas históricos de seguro depósito e câmaras de compensação com competência para emitir certificados de empréstimo, que exerceram a função de conter pânico financeiro nos Estados Unidos. Esses esquemas teriam desempenhado, portanto, o papel de “estabilizadores monetários” alternativos. A criação de uma agência para lidar com potenciais problemas do setor bancário poderia ser constituída com fundos suficientes para cobrir os custos antecipados de uma crise (FISCHER, 1999, p. 89-90).

Ainda que o prestamista de último recurso seja uma função típica de bancos centrais, ela não é, no entanto, exclusiva a eles. Há certo espaço para arranjos alternativos. Mas esses arranjos podem ter limitações institucionais inerentes e severas. Afinal, apenas bancos centrais podem expandir ilimitadamente seus balanços para criar liquidez, uma vez que são as autoridades públicas habilitadas a emitir a moeda nacional. Esse poder jurídico geralmente é concedido por leis ou, como no caso brasileiro, pela própria Constituição. Em uma crise mais profunda, arranjos alternativos podem ter problemas de credibilidade, porque não gozam do mesmo privilégio jurídico e econômico dos bancos centrais. Esse é o caso, particularmente, do FMI em âmbito internacional.²⁶

Estudos contemporâneos abordaram os papéis compartilhados de atores “tradicionais” de redes de segurança financeira.²⁷ Kahn e Santos (2001), por exemplo, argumentam que, em algumas circunstâncias, poderia ser útil ter tanto o banco central quanto o seguro de depósito gerenciando funções de prestamista. O raciocínio para a acumulação de mandatos pelo banco central e pelo regime de seguro de depósito é o seguinte: o aumento da concorrência entre ambos reduziria as taxas de empréstimos e a tentação de ambas as autoridades para a *regulatory forbearance*,²⁸ pois o seguro de depósito atuaria quando o banco cen-

...

25 Em sentido contrário, Goodhart (1987) argumenta que a função de prover liquidez ao sistema não poderia ser separada do banco central, ao contrário da gestão da moeda.

26 Para uma análise de como o FMI respondeu aos desafios da crise de 2008 e às limitações inerentes à sua estrutura, ver Duran (2017).

27 A literatura sobre a política da rede de segurança financeira é bastante diversificada e rica. No entanto, o foco é geralmente sobre a política de *bail out* de bancos, ao invés da economia política da provisão de liquidez de emergência ou outros tipos de apoio financeiro.

28 A “tolerância regulatória” (*regulatory forbearance*) pode ser entendida como uma falta de vontade de um regulador para tomar as ações apropriadas em caso de falhas, mesmo quando plenamente consciente das

tral não achasse vantajoso fazê-lo. Os autores concluíram que a alocação de responsabilidades deveria ser uma função das vantagens informativas de cada instituição.

Folkerts-Landau e Lindgren (1998, p. 30) também adotaram uma abordagem dinâmica quanto à distribuição de papéis e responsabilidades entre o prestamista e o regime de seguro de depósitos. Em tempos normais, o gestor do seguro depósito deveria adotar medidas corretivas imediatas para evitar que um banco se torne insolvente e mantenha vínculos estreitos com o prestamista. Em crises sistêmicas, esse gestor deveria ter poderes para ampliar a cobertura adicional e ampliar a assistência de liquidez com o apoio do governo (tesouro). Os autores defendem um sistema baseado em regras para intervenção precoce, com elementos de discricionariedade em circunstâncias extremas.

Com base em estudos de caso dos países da zona do euro, Labrosse e Singh (2011) exploraram os mandatos, os papéis e as responsabilidades das agências que compõem a rede de segurança financeira e como eles tendem a se alterar ao longo de uma crise. O estudo descobriu que, em resposta à crise de 2008, os mandatos dos atores da rede foram prorrogados, seja por meios legislativos ou por delegação concedida pelo Ministério das Finanças ou pelo Tesouro. Os estudos de caso revelaram que as agências europeias usaram uma ampla gama de medidas extraordinárias, como *blanket guarantees*, recapitalização e compras de ativos, bem como regimes de seguro de ativos, para conter pânico financeiro. Eles foram além da assistência individual de liquidez de emergência. Passaram a construir esquemas de liquidez especiais destinados a todo o mercado, tanto para bancos como para agentes não bancários (LABROSSE; SINGH, 2011, p. 14).

Gavin (2016) usou uma abordagem de economia política para a gestão de crise financeira e apresentou um modelo para a avaliação dos efeitos de instituições sobre a provisão de liquidez pelo prestamista. Ele concluiu que bancos centrais independentes, com credibilidade, aumentaram os empréstimos de último recurso, enquanto as pressões democráticas atuaram como um constrangimento. Nos lugares em que o banco central gozava de altos níveis de independência, a presença de um esquema de seguro de depósitos reduziu a probabilidade de provisão de liquidez “anormal” (um “excesso” na concessão de empréstimos ou um atraso na intervenção).

No entanto, esses estudos contemporâneos sobre economias desenvolvidas não são capazes de captar as restrições particulares e os desafios da rede de segurança financeira brasileira: (1) um banco central com limitações legais para expandir seu balanço patrimonial (ou seja, limites legais para operar atividades de redesconto em moeda nacional) combinado com (2) um fundo de seguro de depósito privado, que não desfruta de *backstop* público e está submetido a potenciais conflitos de interesse.

...

circunstâncias subjacentes. Por exemplo, um atraso na intervenção pode resultar na deterioração dos ativos do banco, aumentando o risco de falha sistêmica e as perdas dos credores.

Em 2008, uma das consequências práticas do artigo 28 da Lei Complementar n. 101 de 2000 foi deslocar parcela relevante da competência de prestamista do BCB para o FGC, especialmente para o segmento de bancos pequenos e médios. Em decorrência de crise de liquidez de proporções significativas, a resposta política do CMN e do banco central foi recorrer à reestruturação das funções e dos poderes do FGC, de forma a contornar as limitações legais impostas à autoridade monetária. No FGC, foram promovidas as principais inovações jurídicas do pós-crise.

Para lidar com a crise de 2008, Antonio Carlos Bueno, diretor executivo à época do fundo, afirmou que:

*A interação entre o FGC e o Banco Central é impressionante. É de uma maneira informal, mas instantânea. Quando precisam, nos ligam, nos informam, nos dão andamento. O que nós da diretoria temos de formal é uma carta com compromisso de confidencialidade. Ao longo dos nossos 15 anos, o BC [banco central] se acostumou com a confidencialidade do FGC. Na época da crise, trocávamos ideias sobre tudo, diariamente, no fim de semana, de noite, de madrugada.*²⁹

Essa interação “confidencial” e “informal” tende a prejudicar o processo de prestação de contas da autoridade monetária brasileira e também do FGC. Ainda que os recursos sejam privados, bem como a administração do fundo, o FGC tem objetivo institucional público de importância significativa para o sistema financeiro e monetário. Além disso, sua instituição e seu estatuto são normas do Conselho Monetário Nacional. Ele é agente de Estado na prevenção de distúrbios macroeconômicos.

Até 2012, os membros dos principais órgãos de governança do FGC – o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva – eram nomeados pela Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF), uma organização privada que representa o setor industrial financeiro. Além disso, foi somente em 2004 que uma exigência foi inserida no estatuto do FGC para a nomeação dos membros desses órgãos: serem submetidos à aprovação do BCB (Resolução n. 3.251/2004).

A partir de 2012, uma mudança na governança da FGC alterou sua composição e o processo de nomeação de dirigentes para seus principais órgãos. A Resolução CMN n. 4.087/2012 e alterações seguintes impediram a possibilidade de os diretores do FGC atuarem a título profissional no fundo e em uma instituição financeira, ou associação do setor, concomitantemente (Artigo 25, Resolução CMN n. 4.469/2016). Esses instrumentos normativos também criaram um período de quatro meses, em que os antigos titulares de mandatos são proibidos de exercer qualquer atividade remunerada em instituições financeiras, em entidades não financeiras do

...

²⁹ Trechos da entrevista concedida por Antonio Carlos Bueno, diretor do FGC, ao jornal *Valor Econômico*, intitulada “FGC assume novo papel e passa a prevenir crises”, de 24 de novembro de 2011.

mesmo conglomerado de instituição membro do FGC, ou em associações que representem os interesses do setor financeiro (Artigo 31, Resolução n. 4.469/2016). Não obstante essas reformas, muitas delas sustentadas pelo FMI,³⁰ são os profissionais que desenvolveram sua carreira como economistas, analistas ou advogados no mercado financeiro privado, que ainda ocupam historicamente posições-chave dentro dos órgãos de governança do FGC.

3.2.1 ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ E MEDIDAS DE RESOLUÇÃO: O COMPARTILHAMENTO DO PODER MONETÁRIO ENTRE BCB E FGC, SEM A CORRESPONDENTE ESTRUTURA JURÍDICA DE PRESTAÇÃO DE CONTAS

A partir de 2008, o FGC teve seu mandato consideravelmente expandido. Adicionalmente à tradicional função de seguro depósito, ele tem implementado políticas de assistência de liquidez em moeda nacional. Esse poder é discricionário por natureza e é exercido de forma *ex post*, ou seja, após um “evento de liquidez”.

O CMN alterou o regulamento do FGC por meio de resoluções e expandiu significativamente seus poderes e suas competências. A entidade, apesar de ter natureza jurídica de direito privado, teve reforçada sua autoridade pública, assumindo funções análogas às de prestamista. O fundo tem responsabilidades públicas quanto à “manutenção da estabilidade do Sistema Financeiro Nacional” e a “prevenção de crise bancária sistêmica” (Resolução CMN n. 4.469, de 2016, Artigo 2º). A mera declaração de seu estatuto, de que a entidade “não exerce qualquer função pública, inclusive por delegação” (Resolução CMN n. 4.469, de 2016, Artigo 1º, parágrafo único), não tem o condão de mudar a natureza de suas funções e está em estrita contradição com seu mandato legal.

O poder de conceder assistência de liquidez a instituições financeiras foi, primeiramente, formalizado pela autorização ao FGC de adquirir direitos creditórios de instituições associadas (Resolução CMN n. 3.656) – uma verdadeira atividade de redesconto, tal como Bagehot a descrevia. A partir de 2012, o CMN expressamente concede autorização para o FGC prestar assistência de liquidez (Resolução CMN n. 4.087), com os mais variados objetivos. A Resolução CMN 4.087, de 2012, autorizou que o fundo realize “operações de assistência e suporte financeiro, em situações especiais reconhecidas pelo Banco Central do Brasil” (Art. 4º, § 3º, I). Posteriormente, essa Resolução foi alterada para excluir até mesmo a necessidade desse reconhecimento prévio pelo BCB (Resolução CMN n. 4.222, de 2013).

Apesar da magnitude do poder monetário concedido, não é possível acessar os dados de operações de assistência de liquidez pelo FGC. Tanto o FGC como o BCB classificam essas informações como confidenciais, o que reduz consideravelmente a transparência dessa

...

³⁰ Ver parágrafo 38 da Avaliação de Estabilidade do Sistema Financeiro Brasileiro de 2012 (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2012).

atividade. O *Federal Reserve* dos Estados Unidos, a título de comparação, tem a obrigação de divulgar essas informações após o decurso de um certo período de tempo.³¹ Não há no arcabouço jurídico brasileiro esse tipo de previsão.

Conforme as demonstrações financeiras anuais do FGC de 2008 e 2009,³² é possível extrair a informação de que o programa de suporte de liquidez a instituições financeiras envolveria os seguintes números: R\$ 3,9 bilhões até dezembro de 2008, R\$ 3 bilhões a partir de janeiro de 2009 com fechamento previsto a R\$ 2,3 bilhões no final do exercício, e R\$ 1,3 bilhão para 2010. O embasamento jurídico foi a Resolução CMN n. 3.656, que permitiu ao FGC adquirir direitos creditórios de instituições associadas. Para tanto, Fundos Específicos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) poderiam ser constituídos para viabilizar as operações de maior porte.

A Tabela 3 procura identificar as operações de assistência de liquidez, promovidas pelo FGC, a partir de 2008. Os dados foram recolhidos a partir de notícias de jornais e demonstrações financeiras, quando disponível. Das operações identificadas, apenas a primeira (1. Diversas instituições) e a última (9. BTG Pactual) referem-se propriamente à assistência de liquidez, como prestamista de última instância em seu sentido estrito. As demais operações (2, 4, 5, 6 e 7) são empréstimos que permitiram reestruturações societárias, ou seja, estão relacionadas, portanto, ao regime de resolução bancária. Nos casos 3 e 8 (Prosper e Morada), não houve relatos de aporte financeiro por parte do FGC – especialmente, no caso 8, foi aplicada a lógica da “resolução menos custosa”, que impõe a escolha de mecanismo de resolução de menor custo para a entidade. Os dados revelam a importância que adquiriu o fundo a partir da crise de 2008.

...

31 O *Federal Reserve* tem a obrigação de divulgar publicamente informações sobre as contrapartes das atividades de redesconto e das operações de mercado aberto dois anos após a transação financeira. As informações sobre as contrapartes, que recorreram às operações de liquidez excepcionais baseadas na seção 13 (3) do *Federal Reserve Act*, devem ser divulgadas um ano após a conclusão da autorização para a operação. O *Federal Reserve* dos EUA oferece informações detalhadas sobre as operações de prestamista de última instância. Para as operações do FED, veja: Programas de crédito e de liquidez e o balanço patrimonial. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

32 É possível acessar as demonstrações financeiras do FGC em seu *website*: <www.fgc.org>. Acesso em: 20 nov. 2017.

TABELA 3 – ASSISTÊNCIA EMERGENCIAL DE LIQUIDEZ DO FGC E OUTRAS MODALIDADES DE OPERAÇÕES DE RESOLUÇÃO BANCÁRIA

| CONTRAPARTE | DATA | MODALIDADE DE ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ | VALOR DISPONIBILIZADO |
|-------------------------------|---|--|---|
| 1. DIVERSAS INSTITUIÇÕES | ENTRE 2008 E 2010 | AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS, INCLUSIVE POR MEIO DE FIDCS | R\$ 3,9 BILHÕES ATÉ DEZEMBRO DE 2008; R\$ 3 BILHÕES A PARTIR DE JANEIRO DE 2009 COM FECHAMENTO A R\$ 2,3 BILHÕES NO FINAL DO EXERCÍCIO; R\$ 1,3 BILHÃO PREVISTO PARA 2010 |
| 2. PANAMERICANO ³³ | FEVEREIRO DE 2011 | FINANCIAMENTO DA COMPRA PELO BTG PACTUAL | R\$ 3,8 BILHÕES |
| 3. PROSPER | NÃO HÁ RELATOS DE ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ OU OUTRO TIPO DE APOIO EMERGENCIAL PELO FGC ³⁴ | | |
| 4. CRUZEIRO DO SUL | JUNHO DE 2012 ³⁵ | AQUISIÇÃO DE COTAS SÊNIORES DE FUNDOS DE RECEBÍVEIS, QUE ADQUIRIA CARTEIRAS DO CRUZEIRO DO SUL | R\$ 3,58 BILHÕES ³⁶ FOI CRIADO FDIC EXCLUSIVO PARA O FGC DE R\$ 4,2 BILHÕES ³⁷ |

...

³³ Conforme matéria intitulada BTG Pactual paga R\$ 450 milhões por ações do Grupo Sílvio Santos no PanAmericano, divulgada pelo Portal Brasil, em 01 de fevereiro de 2011. Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2011/02/btg-pactual-paga-r-450-milhoes-por-acoes-do-grupo-silvio-santos-no-panamericano>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

³⁴ Segundo matérias divulgadas em jornais, o FGC não teria aportado dinheiro na aquisição do Prosper pelo Cruzeiro do Sul, mas tão somente patrocinado uma aproximação. Ver matéria “Cruzeiro do Sul acerta a compra do Prosper”, do Estado de S. Paulo, de 24 de dezembro de 2011. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cruzeiro-do-sul-acerta-a-compra-do-prosper-imp-,814823/>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

³⁵ Nessa data o BCB faz anúncio de detecção da fraude e inicia RAET, sob administração do FGC.

³⁶ “Quando o Cruzeiro do Sul expôs sua situação financeira e a necessidade de garantir *funding* para seguir operando em 2012, o FGC concordou em ajudar, mas também teria imposto condições. Foi criada então, com a assessoria do Banco Plural, a estrutura do fundo ACB. O Cruzeiro do Sul cederia R\$ 4,48 bilhões em carteira de crédito consignado imediatamente ao FIDIC, com características escolhidas pelo FGC, que em troca aportaria até R\$ 3,58 bilhões via compra de cotas sêniores. O dinheiro deveria ser usado obrigatoriamente para quitação integral de principal e juros de DPGes e de bônus emitidos no exterior que fossem vencendo até 2016”. Ver: <<http://www.cnf.org.br/noticia/-/blogs/credores-do-cruzeiro-do-sul-pleiteiam-primazia-sobre-fgc>>. Acesso em: 20 nov. 2017. Outra matéria diz R\$ 3,7 bilhões.

³⁷ Conforme matéria: <http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2012/06/fgc-analisa-numeros-do-cruzeiro-do-sul.html>. Acesso em: 20 nov. 2017.

| | | | |
|-------------------------|--|--|-------------------------------|
| 5. BVA | EM SETEMBRO DE 2012, O BVA TENTOU OBTER ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ DO FGC, MAS A OPERAÇÃO NÃO FOI CONSUMADA POR FALTA DE GARANTIAS E O BANCO ENTROU EM LIQUIDAÇÃO | | |
| 6. SCHAHIN | JULHO DE 2011 | LINHAS DE CRÉDITO AO BMG PARA A AQUISIÇÃO DO SCHAHIN | R\$ 800 MILHÕES ³⁸ |
| 7. MATONE | JULHO DE 2011 | LINHA DE CRÉDITO. COMPLEMENTA A PORTE E AQUISIÇÃO PELO GRUPO JBS | R\$ 850 MILHÕES ³⁹ |
| 8. MORADA ⁴⁰ | NÃO HÁ RELATOS DE ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ | | |
| 9. BTG PACTUAL | DEZEMBRO DE 2015 | LINHA DE CRÉDITO EMERGENCIAL ⁴¹ | R\$ 6 BILHÕES |

FIDC: FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS; FGC: FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS.

Fonte: elaborado pelos autores a partir de notícia de jornais e demonstrações financeiras anuais do FGC.

A fim de se obter acesso a documentos que contivessem o ato jurídico específico do BCB, que embasasse a atuação do FGC em situações especiais (notadamente, anteriores à alteração da Resolução CMN n. 4.222, de 2013), solicitou-se que o BCB disponibilizasse informações sobre a prestação de aval, autorização ou outro ato equivalente para que o FGC procedesse à realização de operações emergenciais e à assistência de liquidez com as instituições seguradas. Seguiu-se o rito da Lei de Acesso à Informação (Lei n. 12.527/2011 – LAI).

Na resposta ao pedido e a subsequentes recursos,⁴² o Banco Central afirmou que inexistem documentos que materializem um “reconhecimento de situação excepcional”, conforme

...

³⁸ Valor exato não está disponível. Ver: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/996280.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

³⁹ Fonte: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fgc-ja-deu-r-7-5-bi-a-bancos-pequenos-imp-,772313>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

⁴⁰ Sobre o ressarcimento de depósitos no caso do banco Morada, assim se noticiou: “De acordo com fontes que participam dessas operações, sempre que o custo de resgatar um banco é igual ou não muito maior do que o custo de reembolsar os clientes, o FGC escolhe a operação de salvamento. No caso do Morada, do Rio, a escolha era entre cobrir um rombo de R\$ 700 milhões ou desembolsar com os clientes R\$ 150 milhões. Nesse caso, o FGC ficou fora”. Fonte: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fgc-ja-deu-r-7-5-bi-a-bancos-pequenos-imp-,772313>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

⁴¹ Mediante memorando de entendimento.

⁴² Conforme a LAI, há quatro fases recursais para pedidos de acesso: (i) à autoridade superior ao colegiado

dispunha a Resolução CMN n. 4.087/2012 e, caso houvesse, estariam protegidos pelo segredo empresarial. Na compreensão do BCB, a divulgação de tais informações poderia oferecer “risco à estabilidade financeira, econômica ou monetária do País”. No âmbito desse pedido, bem como em suas manifestações oficiais, o BCB tem ressaltado o caráter discricionário da escolha, entre as várias medidas preventivas e saneadoras no ordenamento jurídico, da “ferramenta legal mais apropriada a cada caso concreto”.

Uma vez reconhecida uma “situação especial”, e exceto quanto à vinculação do FGC ao ressarcimento dos depósitos em caso de decretação de regimes excepcionais, a discricionariedade do Banco Central abrangeria, ainda, a escolha do tipo de regime especial e resolução, bem como seu momento de decretação, autorização para a transferência de controle de instituições financeiras ou reorganizações societárias e alterações estatutárias (FERREIRA, 2012). Ao analisar o dispositivo sobre o reconhecimento de situações excepcionais para que o BCB autorize o reembolso do FGC, mediante entendimento prévio com a entidade, Salomão Neto considera que essa regra, assim como outras na legislação bancária, “é obscura quanto aos poderes do Banco Central para estender o regime de socorro a casuística não prevista na regulamentação do FGC” (SALOMÃO NETO, 2014). A mesma preocupação pode estender-se às operações de assistência e suporte financeiro. Quanto à função de administração de regimes especiais, o FGC já teria sinalizado que não ter mais interesse em assumir a gestão temporária de bancos em dificuldade.⁴³

O BCB, por meio de um anteprojeto de lei, tem advogado pela modificação desse arcabouço jurídico, de forma a disciplinar o regime de concessão de apoio financeiro e de resolução bancária no país. O instrumento legal proposto pelo Banco Central expurga do ordenamento jurídico a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, atendendo também a críticas de autores como Saddi (2001), para quem o processo deve ser inteiramente conduzido pelo Poder Judiciário. Especialmente, entre as possíveis inovações, tem sido aventada a possibilidade de criação de um fundo exclusivo para a assistência emergencial, cuja capitalização e gerenciamento se daria de maneira apartada do fundo para reembolso de depositantes. A princípio, ambos estariam sob a governança do FGC.⁴⁴

...

de cada órgão responsável por processar inicialmente os pedidos; (ii) ao presidente do órgão; (iii) à Controladoria-Geral da União; e (iv) à Comissão Mista de Reavaliação de Informações (CMRI). Os recursos foram apresentados até o nível da presidência do BCB.

⁴³ Conforme matéria veiculada pelo jornal Valor Econômico, intitulada “FGC quer evitar gestão de banco com problema”, de 16 de maio de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4564263/fgc-quer-evitar-gestao-de-banco-com-problema>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

⁴⁴ Conforme matéria veiculada pelo jornal Valor Econômico, intitulada “FGC se prepara para ganhar mais poder”, de 16 de maio de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4564267/fgc-se-prepara-para-ganhar-mais-poder>>. Acesso em: 20 nov. 2017. A primeira minuta desse anteprojeto de lei

Em seu relatório sobre a estabilidade do sistema financeiro de 2012,⁴⁵ o FMI entendeu que o mandato “ampliado” do FGC é algo positivo. No entanto, chamou a atenção para possível conflitos de interesses. O FMI recomendou, entre outras medidas, que o FGC usasse o princípio da “resolução menos custosa” (escolha do mecanismo menor custo) e que operações com bancos (*open bank assistance*) se restrinjam às situações de grave risco sistêmico e sejam limitadas a 50% do patrimônio do fundo (FMI, 2012, p. 32). O órgão também recomendou a inclusão do FGC no Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec) (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2012, p. 29).

Em 23 de maio de 2013, o CMN finalmente incorporou a sugestão do FMI, quanto ao princípio da resolução menos custosa, no próprio estatuto do FGC (Resolução CMN n. 4.222, Artigo 4º, §2º, I). O racional desse critério já integrava a prática do FGC,⁴⁶ contudo, a alteração normativa parece somente ter ocorrido após a recomendação internacional.

No que se refere ao limite de comprometimento do patrimônio do fundo em suas operações de assistência, a Resolução CMN n. 4.087, de 2012, incorporava essa condição (Resolução CMN n. 4.087, Artigo 4º, §2º, II). Em 2013, contudo, a Resolução CMN n. 4.222 dispôs que diante de situação conjuntural adversa, reconhecida pelo BCB, os limites de risco previstos poderiam ser excepcionalmente ultrapassados, conforme decisão do Conselho de Administração do FGC (Artigo 4º, §3º). No entanto, tanto o procedimento de autorização do BCB, quanto a decisão do Conselho de Administração do FGC, não são divulgados – nem mesmo de forma *ex post*.⁴⁷ O exercício das funções de prestamista de última instância e dos poderes de resolução pelo FGC revelam problemas persistentes relacionados à transparência e à prestação de contas.

...

foi submetida à consulta pública em 2009, pelo BCB (Edital de Audiência Pública n. 34). Há expectativa de que a legislação a ser proposta incorpore as principais recomendações dos órgãos relevantes da governança global do sistema financeiro, como o FMI, o FSB, órgão ligado ao G20, e a Associação Internacional de Seguros de Depósitos (*International Association of Deposit Insurers* – IADI).

⁴⁵ Esse relatório foi preparado no âmbito do Programa de Avaliação do Setor Financeiro (*Financial Sector Assessment Program*), que verifica periodicamente a solidez dos sistemas financeiros dos países-membros e a aderência da legislação e regulação doméstica aos padrões internacionais.

⁴⁶ Como no caso Morada, acima.

⁴⁷ O IADI, principal órgão internacional de fixação de diretrizes para mecanismos de seguros de depósitos, recomenda, em seus Princípios Revisados para Sistemas de Seguros de Depósitos (*Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*), que o cumprimento dos objetivos de políticas públicas deve ser verificado por meio de revisão interna e externa, sendo que ambas devem levar em consideração as visões das partes interessadas (INTERNATIONAL ASSOCIATION OF DEPOSIT INSURERS, 2014, p. 18). Não parece haver, contudo, dispositivos brasileiros que regulem essa recomendação internacional e divulguem seus resultados.

3.2.2 EXPANSÃO DA COBERTURA DO SEGURO DEPÓSITO: ENFRENTANDO CORRIDAS DE FINANCIAMENTO NO MERCADO INTERBANCÁRIO BRASILEIRO — O CONTÍNUO PAPEL CRUCIAL DO FGC NO SISTEMA FINANCEIRO

Ao contrário da assistência de liquidez, que tem caráter discricionário e *ex post*, a política do seguro depósito tem natureza vinculante para o FGC e é instituída de forma *ex ante*. De acordo com o artigo 3º da Resolução CMN n. 4.469/2016, o FGC deve prestar garantia sobre instrumentos financeiros emitidos ou captados pelas instituições associadas, nas situações de decretação de intervenção ou liquidação extrajudicial de instituição associada, ou de reconhecimento, pelo BCB, de seu estado de insolvência.⁴⁸

No pós-crise de 2008, a concepção tradicional de “corrida bancária” precisou ser ampliada. A moeda-crédito de economias desenvolvidas é instrumentalizada por outros instrumentos, para além de depósitos bancários. Para assegurar a estabilidade financeira, portanto, autoridades monetárias passaram a se preocupar tanto com a corrida tradicional de depósitos (*bank run*), como com a corrida de liquidez ou “de financiamento” (*funding run*) (KROSZNER; MELICK, 2009).

Essa preocupação prática tende a expandir os mecanismos jurídicos da política pública. Entidades reguladoras passam a visar também a qualidade do passivo do balanço de instituições financeiras, ao buscar a ampliação da temporalidade e da estabilidade de suas captações. Para além de instrumentos de seguro de depósito, autoridades precisam assegurar o aumento do prazo e da estabilidade de captações de agentes bancários, para que estes tenham níveis adequados de liquidez e possam continuar a desempenhar sua função econômica de transformação da maturidade do crédito.

Essas modalidades de ação política podem ser divididas em duas categorias: o seguro depósito tradicional⁴⁹ (aí compreendida também a expansão de sua cobertura em tempos de crise) e a cobertura de títulos de crédito, ou contratos de depósitos, com prazos mais longos para resgate. A racionalidade econômico-jurídica subjacente a esses mecanismos é assegurar a estabilidade do balanço de instituições financeiras, mantendo índices de liquidez adequados para emissores de moeda-crédito, reduzindo as possibilidades de uma eventual corrida.

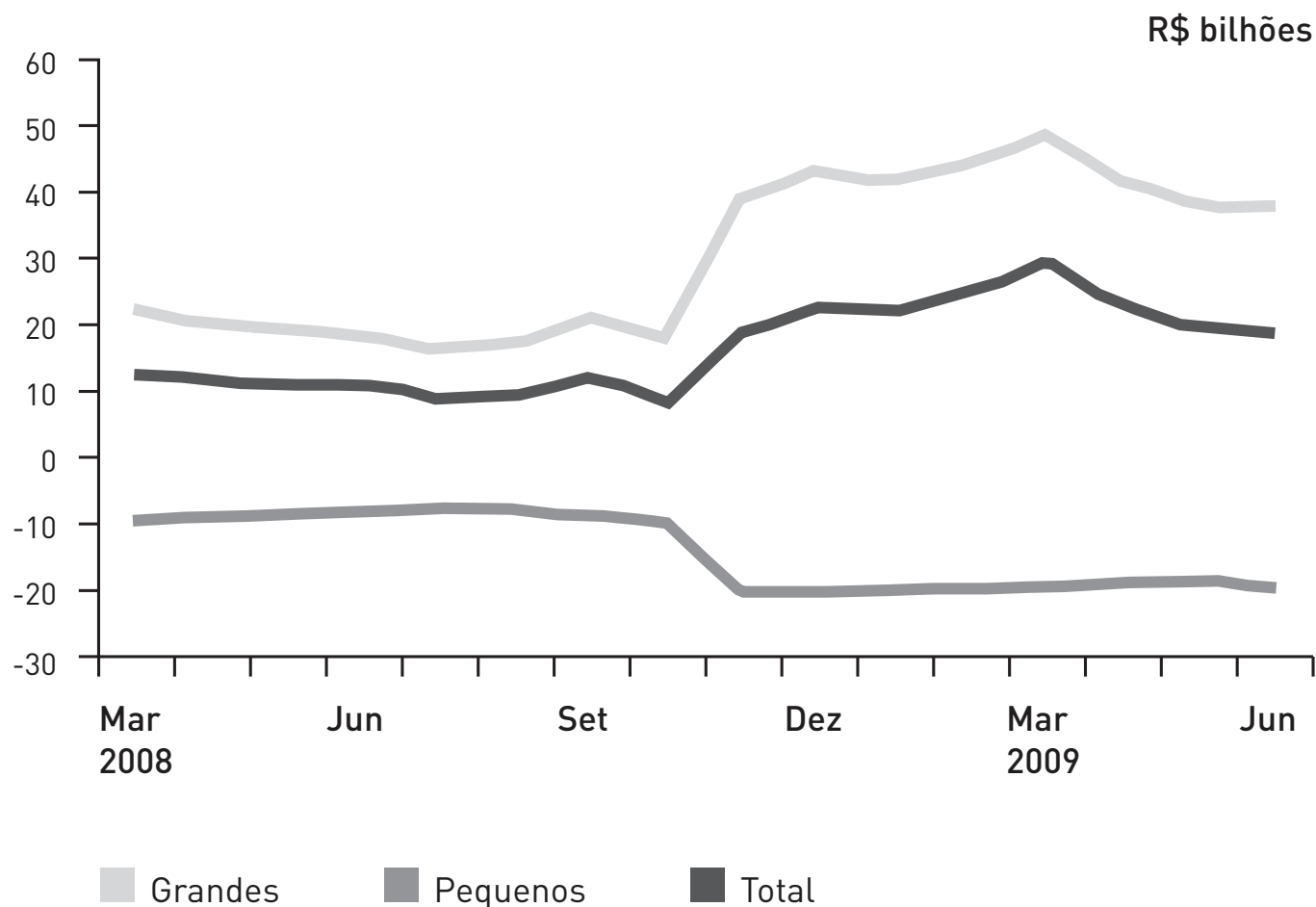
O Gráfico 2 mostra a queda abrupta de financiamento interbancário para bancos brasileiros de pequeno porte, nos primeiros três meses após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, a partir de setembro de 2008.

...

⁴⁸ Para análise pormenorizada sobre insolvência bancária, ver Saddi (2001) e Borges (2014).

⁴⁹ Para uma análise de referência das funções do seguro depósito, ver Diamond e Dybvig (1983). Para uma revisão da literatura, ver Schiozer (2015).

GRÁFICO 2 – DEPÓSITO INTERFINANCEIRO LÍQUIDO EM BANCOS



Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira do BCB (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

De fato, quanto maior a complexidade do sistema financeiro, maior será a interconectividade creditícia de seus agentes. Isso significa que a corrida bancária tende a compreender qualquer corrida por liquidez, que impacte a atividade de transformação da maturidade do crédito – ou seja, a concessão de empréstimos por bancos com lastro em garantias e, como consequência, a criação de novos depósitos (expansão monetária). A mitigação da corrida de liquidez é fundamental para a autoridade reguladora, impactando a quantidade de moeda-crédito que pode ser expandida em tempos de crise.

No Brasil, as repercussões da crise global de 2008 foram sentidas sobretudo no segmento de pequenos e médios bancos, especialmente aqueles que não dispunham de ampla base de depositantes e dependiam da captação de recursos junto a investidores institucionais, do mercado interbancário e da cessão de crédito para dar continuidade às suas operações ativas (FREITAS, 2009, p. 133). Por essa razão, o instrumento de seguro depósito foi expandido para além da cobertura de contratos de depósitos tradicionais. As autoridades públicas atuaram para que não houvesse corridas de liquidez.

Mesquita e Torós (2010) apontam que a crise de 2008 provocou uma “fuga de qualidade”, isto é, uma migração dos depósitos para os bancos grandes, percebidos por investidores como

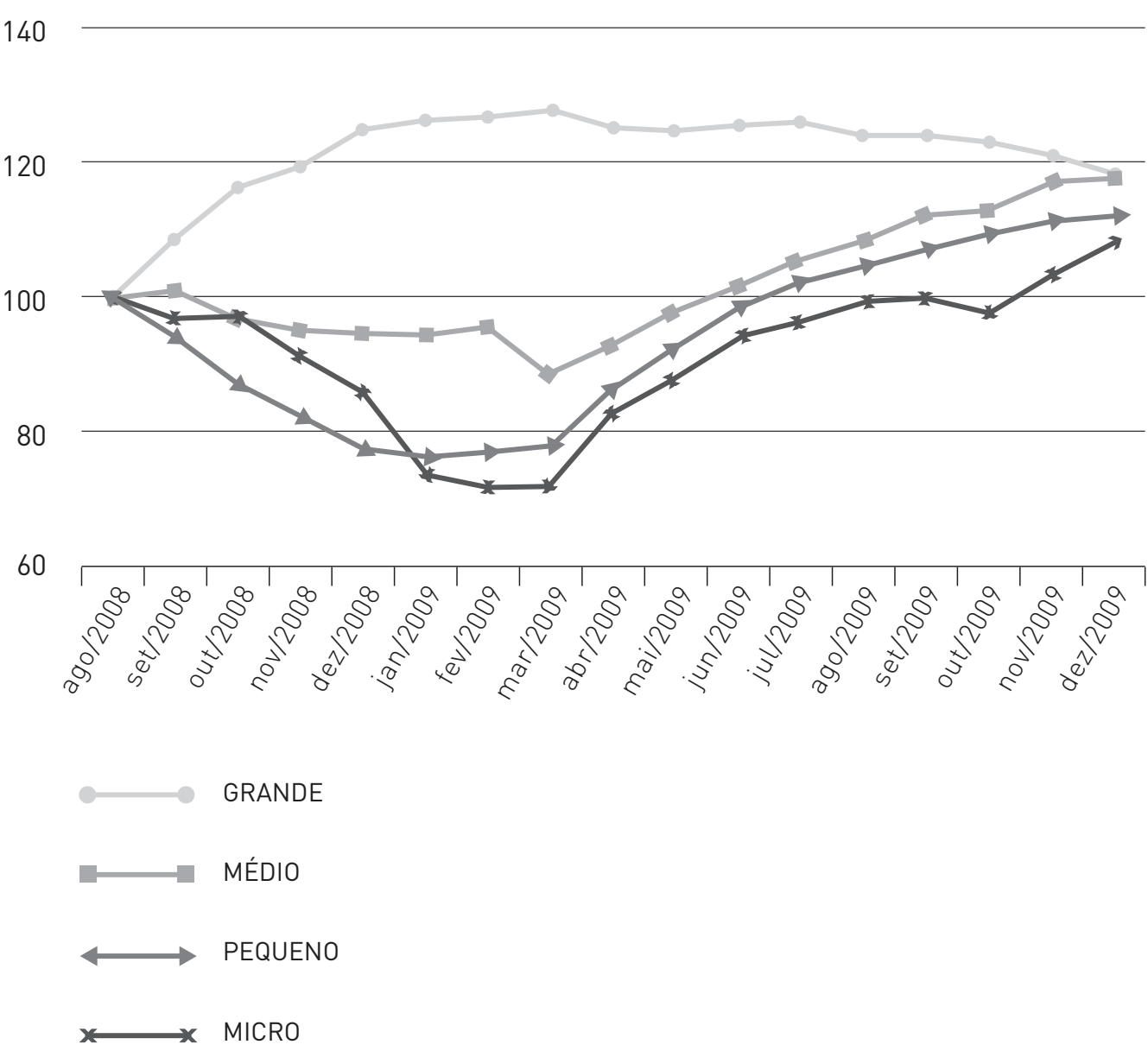
mais seguros. No entanto, a expansão do passivo dos bancos maiores não se traduziu automaticamente em mais operações ativas, especialmente empréstimos no interbancário para aliviar a pressão de liquidez dos bancos menores, o que levou a um “empoçamento da liquidez” (SANTANA, 2013, p. 30). Os bancos de pequeno porte⁵⁰ foram os que mais sofreram, já que os bancos médios conseguiram compensar as perdas de depósitos tradicionais com o aumento de depósitos interfinanceiros (PFIFFER, 2013).

Para enfrentar a corrida dos bancos pequenos e médios (sobretudo os primeiros), o CMN editou a Resolução n. 3.692, de 26 de março de 2009, criando uma nova modalidade de depósito garantido: o Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE), com cobertura de até R\$ 20 milhões e prazo inicial mínimo de seis e máximo de 60 meses. O DPGE foi capaz de reverter a queda nos depósitos dos bancos pequenos, conforme Gráfico 3, em que se observa um claro crescimento já a partir de março de 2009.

• • •

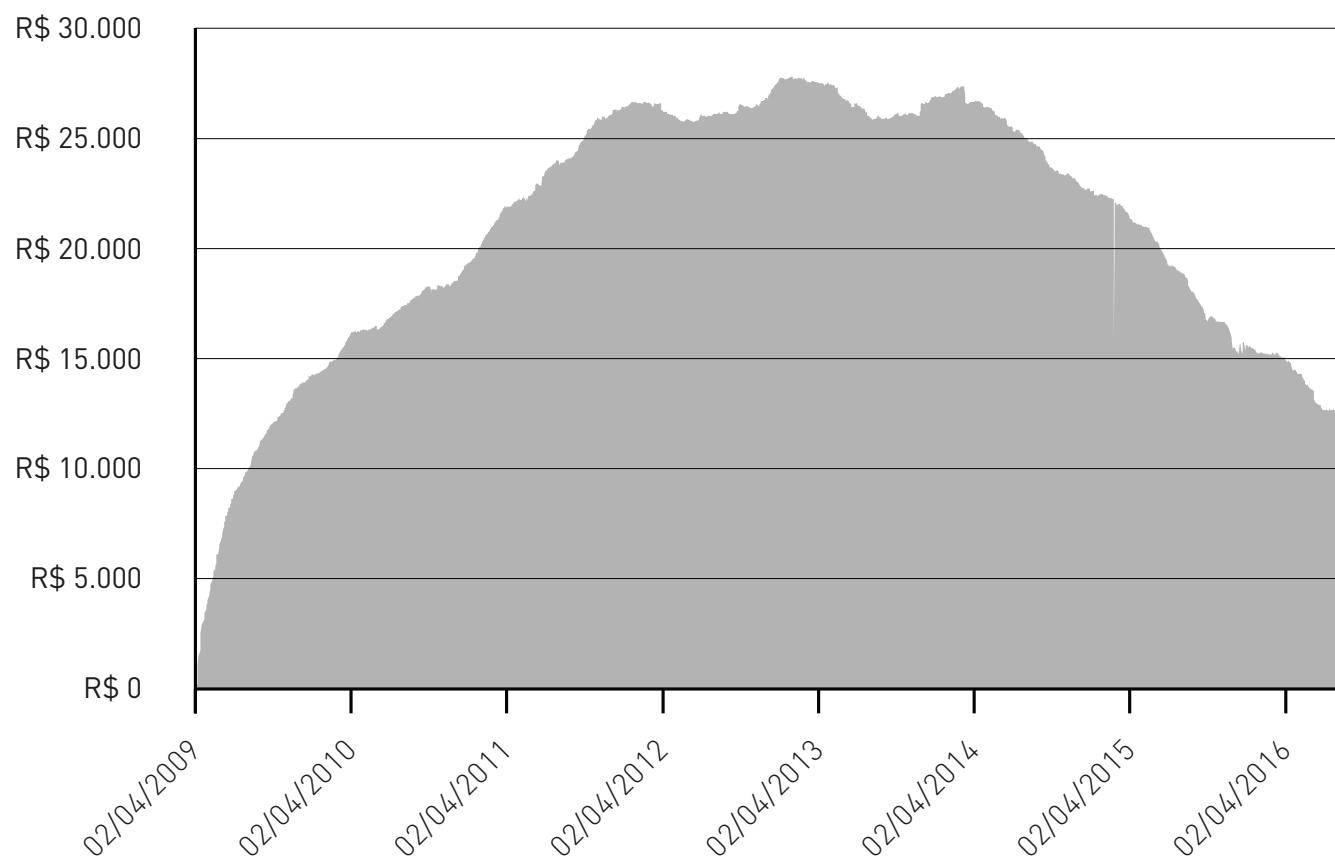
⁵⁰ Conforme definição do BCB, segundo a qual banco de pequeno porte é aquele que possui Patrimônio de Referência de até R\$ 5 bilhões.

GRÁFICO 3 – **VARIAÇÃO DOS ESTOQUES DE DEPÓSITOS A PRAZO AGRUPADOS PELO PORTE DOS BANCOS (BASE 100 = AGO/2008)**



Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira do BCB (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

O Gráfico 4 aponta o aumento significativo sobretudo do DPGE a partir de 2009.

GRÁFICO 4 – **ESTOQUE DPGE EM MILHÕES DE REAIS (2009-2016)**

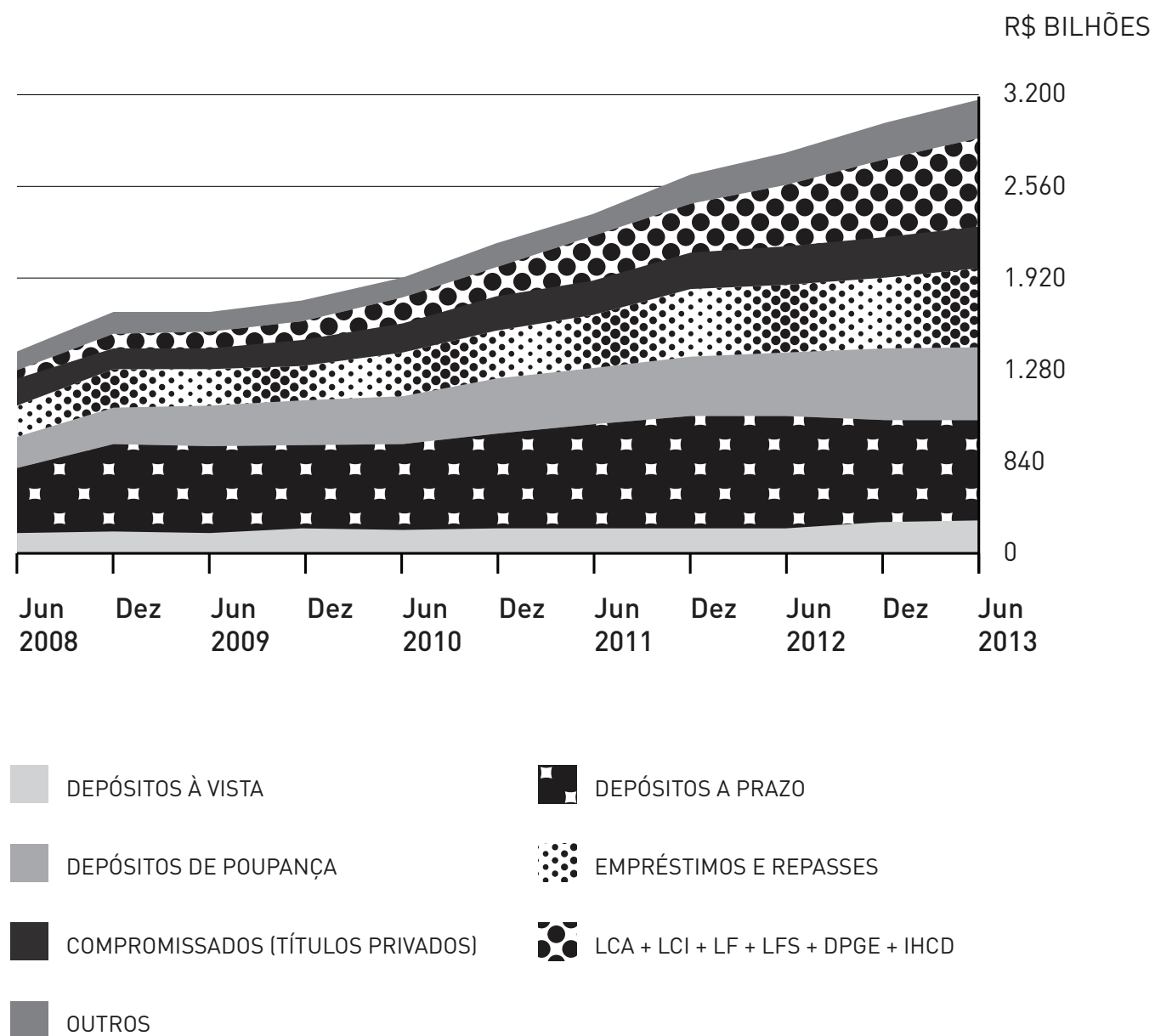
Fonte: Elaborado pelos autores, com base nos dados coletados no site da CETIP.⁵¹

As medidas jurídicas surtiram o efeito esperado pela autoridade monetária. O Gráfico 5 apresenta a diversificação do lado passivo de bancos, a partir de 2008. O incremento de depósitos e títulos de longo prazo é bastante significativo.

...

⁵¹ Disponível em: <http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v05_series_introducao-.asp?str_Modulo=Ativo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2>. Acesso em: 19 jul. 2018.

GRÁFICO 5 – PERFIL DAS CAPTAÇÕES



Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira do BCB (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2013).

Os dados empíricos apontam que as medidas visando a estabilidade do balanço de bancos tiveram ampla aceitação por agentes financeiros. No entanto, segundo Pfiffer (2013), apenas 4% do DPGE teria sido canalizado para o crédito. Em outras palavras, enquanto que o DPGE teria sido bem-sucedido na retomada e na posterior estabilização do *funding* de bancos pequenos, parece que sua existência não tem se justificado pela ótica do incremento da oferta de crédito, sobretudo por se tratar de um instrumento de captação utilizado quase que exclusivamente por um segmento que responde por 5% dos ativos do sistema financeiro nacional (PFIFFER, 2013, p. 62).

Em relação a esse instrumento, um dado político relevante foi sua posterior modificação para o DPGE II (Resolução CMN n. 4.115, de 2012). O DPGE II pressupõe o oferecimento de garantias ao FGC pela instituição emitente, em cessão ou alienação fiduciárias.

Essa possibilidade expande, de forma consistente, as garantias do FGC e aproxima esse instrumento de uma típica atividade de redesconto, com características de prestamista de última instância.

Nesse sentido, o DPGE II pode ser considerado como um instrumento de assistência de liquidez, mais do que propriamente um seguro depósito tradicional. Nas próximas crises, ele pode ser usado como um recurso de prestamista de última instância, servindo praticamente como um redesconto de créditos. A vantagem está, sobretudo, em não trazer a desconfiança quanto à solvência do emissor do DPGE. Ele pode se valer de um instrumento financeiro cuja estrutura jurídica é de um título de captação “quase” comum, mas que conta com seguro especial do FGC. Esse instrumento, mais uma vez, tende a reforçar a transferência de parcelas da função monetária para o FGC.

CONCLUSÃO

O presente artigo procurou trazer uma perspectiva original para análise jurídica de arranjos institucionais, no exercício da função de prestamista de última instância e para o emprego de medidas de resolução bancária. A abordagem deste estudo recorreu ao exame do processo de criação da moeda-crédito na economia e o impacto dessa ação política no desenho institucional das entidades com competências monetárias. Um modelo de análise (Gráfico 1) para compreensão dessa função, desempenhada pelo BCB e pelo FGC concomitantemente, foi proposto por este estudo. Tal modelo foi construído com base na investigação empírica da atuação dessas entidades, durante a crise financeira de 2008.

O recurso ao modelo de análise permitiu identificar, do ponto de vista de política pública, a *extensão* do campo de atuação das entidades, que desempenham funções análogas às de prestamistas no Brasil (como é o caso do FGC), e seus *limites* inerentes. A partir da chave “elasticidade-disciplina” para a expansão da moeda-crédito, é possível mapear as atuais possibilidades de instituições com funções monetárias na economia brasileira e identificar seus problemas jurídicos.

As mudanças no marco jurídico-institucional de enfrentamento de crises de liquidez e solvência no Brasil apontam para resultados ambíguos. A delegação de poder monetário ao FGC produziu fragmentação institucional com efeitos negativos e positivos. Do lado positivo, as autoridades brasileiras foram capazes de responder agilmente aos desafios financeiros e contornar as limitações legais e políticas impostas ao BCB para atuar como prestamista no sistema financeiro. Além disso, mitigou-se consideravelmente a pressão para uso de recursos públicos, de forma a garantir o funcionamento estável do sistema financeiro.

Do lado negativo, o arcabouço fragmentado parece ser relativamente incerto, o que tende a diminuir a credibilidade das autoridades brasileiras para enfrentar crises sistêmicas mais profundas. O exercício compartilhado do poder monetário pelo FGC é, sobretudo, discricionário e não há regulamentação detalhada para seu exercício, apenas autorizações gerais. Ademais,

a ação do FGC é baseada em um redesconto *limitado*, uma vez que sua natureza jurídica é de um fundo, além de (ainda) não ter acesso ao BCB como última instância. Os problemas de risco moral e conflito de interesses podem ser particularmente relevantes no exercício do poder monetário pelo FGC, uma vez que o fundo é uma associação privada formada por instituições financeiras que, até 2012, também era administrada por membros dos próprios bancos associados. A reforma da governança da instituição diminuiu relativamente a potencialidade desse conflito.

A atuação expandida do FGC não pode, contudo, ser reduzida à ideia de “salvamento” de bancos. É uma atividade de *natureza monetária* conduzida por um ator, que integra a rede de proteção sistêmica brasileira. É uma ação de política pública, de suporte ao fluxo de criação da moeda na economia moderna, notadamente no mercado interbancário. Essa perspectiva traz mais possibilidades para investigar a atuação prática do FGC como provedor de liquidez. Reconhecendo as limitações institucionais impostas ao banco central brasileiro, o poder monetário precisou ser fragmentado para assegurar a estabilidade do sistema financeiro em momentos de crise.

No entanto, o FGC ainda concentra em uma única entidade o manejo do seguro de depósitos e a gestão de fundos para assistência emergencial de liquidez. Não há separação legal entre essas responsabilidades, ou dos recursos destinados à implementação de cada uma dessas políticas. Isso significa que, em tempos de crise aguda, o suporte financeiro aos bancos pode eventualmente deteriorar os fundos destinados a apoiar pequenos investidores.

Ademais, o rearranjo de atributos monetários entre o BCB e o FGC foi produzido por regulamentos *ad hoc* e medidas provisórias do Poder Executivo, com participação limitada do Poder Legislativo. Atualmente, não existem regras claras de prestação de contas e de responsabilização. Não há exigência de mudanças legislativas ou de debates públicos mais amplos para se alterar os regulamentos criados após a crise de 2008, o que tende a reduzir a legitimidade desse arcabouço e enfraquecer a responsabilidade do BCB e do FGC. Portanto, além de serem incipientes e opacos os instrumentos de avaliação da eficiência econômica do atual desenho jurídico do BCB e do FGC, há a necessidade de criação de mecanismos mais precisos de prestação de contas e responsabilização para sanar problemas de legitimidade político-jurídica quanto ao exercício dos poderes análogos aos de prestamista.

Como aperfeiçoar o campo de atuação do BCB e do FGC e assegurar eficiência econômica e jurídica para sua atuação? É preciso manipular a elasticidade de cada um deles e de seus instrumentos de política. A identificação desse campo, pelo modelo de análise proposto por este artigo, permite uma reflexão sobre as reformas institucionais necessárias não somente para a eficiência econômica, mas também para a sua legitimidade político-jurídica.

Há um anteprojeto de lei para que o FGC seja equiparado a uma instituição financeira, para fins de realização de operações com a autoridade monetária. No entanto, para lidar com as próximas conturbações econômicas, o FGC ainda está submetido a limitações jurídicas significativas para expandir a moeda-crédito na economia, notadamente no setor interbancário. Essas

limitações decorrem exclusivamente de sua estrutura jurídica: constituição enquanto fundo e sem acesso a recursos do BCB.

No que diz respeito à assistência de liquidez, a mitigação do risco moral levanta questões como a existência de parâmetros jurídico-econômicos para o embasamento dessa forma de atuação, a exemplo de critérios como o princípio da “resolução menos custosa”, bem como as formas de comunicação do racional para as operações específicas. Essa comunicação deveria ser feita claramente pelas autoridades públicas brasileiras, que compartilham a função monetária com o FGC. A reforma da governança do fundo foi um passo importante para evitar o risco moral de suas operações, mas ainda há reestruturações a se fazer.

O foco na eficiência da gestão da crise financeira não pode desconsiderar a legitimidade político-jurídica da atuação do FGC, que é um fundo de natureza privada. Para evitar conflito de interesses no exercício dessa parcela da função monetária, o FGC precisa se submeter a mecanismos de prestação de contas e responsabilização. O problema jurídico-político está no desenho institucional da relação entre as duas entidades e suas formas de acionamento. A relação entre o BCB e o FGC não é regrada juridicamente. A racionalidade para acionamento do FGC, como entidade com competências monetárias, deveria ser comunicada pelo BCB e pelo CMN – ainda que, para assegurar a eficiência da atuação, ela seja feita de forma *ex post* (ou seja, após o evento de liquidez).

O desafio para a atuação do FGC como entidade, que exerce funções análogas às de um prestamista de última instância, está, sobretudo, na falta de (1) transparência da sua atuação (nem todas as informações estão disponíveis, apenas dados agregados); (2) mecanismos definidos de prestação contínua de contas para o exercício do seu poder; e (3) do enquadramento legislativo da relação com o banco central, o CMN e outras autoridades políticas, notadamente com o Poder Legislativo.

NOTA DE AGRADECIMENTO

Este artigo contou com o auxílio de pesquisa do Fundo Garantidor de Crédito. Os autores são muito gratos à entidade pelo diálogo cordial durante o desenvolvimento desta pesquisa. Também somos muito gratos aos comentários de Dan Awrey (Oxford) e Peter Conti-Brown (Wharton) e a todos os participantes da Conferência sobre Regulação Financeira da Wharton School of Business da Universidade da Pensilvânia, nos Estados Unidos. Pudemos, ainda, discutir versões preliminares deste artigo no Núcleo de Estudos de Política e Economia Internacional (NEPEI) do Instituto de Relações Internacionais da Universidade

de São Paulo (IRI-USP) e no Seminário de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto (FEARP-USP). Somos muito gratos a todos os membros dos mencionados grupos e agradecemos especialmente a Maria Antonieta Del Tedesco Lins, Felipe Loureiro, Adriana Schor e Jefferson Bertolai. Apreciamos enormemente os comentários finais de Jairo Saddi. Como de praxe, os erros remanescentes são inteiramente de nossa responsabilidade.

REFERÊNCIAS

BAGEHOT, Walter. *Lombard Street: a description of the money market*. London: Kegan, Paul & Trench, 1999.

BAGUS, Philipp; HOWDEN, David. Qualitative easing in support of a trumbling financial system: a look at the eurosystem's recent balance sheet policies. *Economic Affairs*, v. 3, n. 29, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Out. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?relestab200910>>. Acesso em: 19 jul. 2018.

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Abr. 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2010_04/refP.pdf>. Acesso em: 19 jul. 2018.

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Set. 2013. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?id=RELESTAB&ano=2013>>. Acesso em: 19 jul. 2018.

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Out. 2015. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?relestab201510>>. Acesso em: 31 jul. 2016.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Re-thinking the lender of last resort. *BIS papers*, n. 79, 2014.

BECK, Thorsten. Deposit insurance as private club: is Germany a model? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 42, p. 701-719, 2002.

BLACK, Julia. Managing the financial crisis – the constitutional dimension. *LSE Legal Studies working papers*, n. 12, 2010.

BIGNON, Vincent; FLAMBEAU, Marc; UGOLINI, Stefano. Bagehot for beginners: the making of lender-of-last-resort operations in the mid-nineteenth century. *The Economic History Review*, v. 65, n. 2, 2012.

BORDO, Michael D. The lender of last resort: alternative views and historical experience. *FRB Richmond Economic Review*, v. 76, n. 1, 1990.

BORGES, Caio de S. *Banco Central e a administração de crises bancárias*. 2014. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2014.

BUNEA, Daniela; KARAKITSOS, Polychronis; MERRIMAN, Niall; STUDENER, Werner. Profit distribution and loss coverage rules for central bank. *ECB Occasional papers*, n. 169, abr. 2016.

CALOMIRIS, Charles W. Is deposit insurance necessary? A historical perspective. *The Journal of Economic History*, v. 50 n. 2, p. 283-295, 1990.

CORTEZ, Tiago. *Moeda, Estado e direito: o papel do Estado na ordem monetária e seu controle*. 2004. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

DIAMOND, Douglas W.; DYBVIG, Philip H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *The journal of political economy*, v. 91, n. 3, p. 401-419, jun. 1983.

DUNBAR, Charles Franklin. *Chapters on the theory and history of banking*. New York: GP Putnam's Sons, 1891.

DURAN, Camila Villard. *A moldura jurídica da política monetária: estudo do Bacen, do BCE e do Fed*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. Jurisprudência comentada (ADPF 77): o debate judicial sobre a disciplina jurídica da moeda como padrão de valor. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais (RDB)*, São Paulo, v. 70, out.-dez. 2015, p. 294-308.

_____. O Prestamista internacional de última instância para países emergentes: um contrato de swap cambial? *Revista Tempo do Mundo*, v. 3, n. 1, p. 95-130, 2017.

FERREIRA, Isaac S. M. Lei determina atuação complementar entre BC e FGC. *Consultor Jurídico*. 11 jun. 2012. Estabilidade Financeira. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2012-jun-11/isaac-ferreira-lei-determina-atuacao-complementar-entre-bc-fgc>>. Acesso em: 2 jul. 2016.

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Thematic Review of Deposit Insurance Systems*. Fev. 2012. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_120208.pdf?page_moved=1>. Acesso em: 2 jul. 2016.

FISCHER, Stanley. On the need for an international lender of last resort. *International Monetary Fund. Speech*. 3 jan. 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp010399>>. Acesso em: 2 jul. 2016.

FOLKERTS-LANDAU, D.; LINDGREN, C. *Toward a framework for financial stability*. 1. ed. Washington: International Monetary Fund, 2000.

FONSECA, José S. *Economia monetária e financeira*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra, 2010.

FREITAS, Maria C. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, p. 125-145, 2009.

GAVIN, Michael. *The politics of last resort lending*. Department of Political Science, University of Toronto, 2016. Disponível em: <<https://cpsa-acsp.ca/documents/conference/2016/Gavin.pdf>>. Acesso em: 2 jul. 2017.

GOODHART, Charles. Why do banks need a central bank? *Oxford Economic Papers*, n. 39, 1987.

_____. *The evolution of central Banks*. Cambridge: The MIT Press, 1988.

_____. The changing role of Central Banks. *BIS Working Papers*, n. 326, 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/work326.pdf>>. Acesso em: 2 jul. 2016.

GORTON, Gary; METRICK, Andrew. Regulating the shadow banking system. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 261-312, 2010.

HOCKETT, Robert C.; OMAROVA, Saule T. The finance franchise. *Cornell Legal Studies Research Paper*, p. 16-19, 2016.

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF DEPOSIT INSURERS. *Core principles for effective deposit insurance systems*. IADI. 2014. Disponível em: <<http://www.iadi.org/docs/cprevised2014nov.pdf>>. Acesso em: 5 jul. 2016.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Brazil: financial system stability assessment. *IMF Country Report*, n. 12/206, jul. 2012.

JAKAB, Zoltan; KUMHOF, Michael. Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. *Bank of England Working Paper*, n. 529, maio 2015.

JUDGE, Kathryn. The first year: the role of a modern lender of last resort. *Columbia Law Review*, v. 116, n. 3, 2016.

KAHN, Charles M.; SANTOS, João A. C. Allocating bank regulatory powers: lender of last resort, deposit insurance and supervision. *BIS Working Papers*, n. 102, 2001. Disponível em: <www.bis.org/publ/work102.pdf>. Acesso em: 2 jul. 2016.

KEYNES, John Maynard. *A treatise on money*. Mansfield Centre: Martino Publishing, 2011.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan, 2011.

KROSZNER, Randall; MELICK, William. The response of the Federal Reserve to the recent banking and financial crisis. In: *An ocean apart? Comparing transatlantic responses to the financial crisis*. Rome: Banca d'Italia/Washington: Bruegel Institute e Peterson Institute of International Economics, 2009.

LABROSSE, John Raymond; SINGH, Dalvinder. Developing a framework for effective financial crisis management. *OECD Journal: Financial Markets and Trends*, v. 2011, n. 2, 2011.

MCLEAY, Michael; RADIA, Amar; RYLAND, Thomas. Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014.

MEHRLING, Perry. *The new Lombard Street: how the fed became the dealer of last resort*. Princeton: Princeton University Press, 2010.

_____. *The natural hierarchy of money*. Transcrição de aula magistral, 2012. Disponível em: <<http://www.perrymehrling.com/wp-content/uploads/2015/05/Lec-02-The-Natural-Hierarchy-of-Money.pdf>>. Acesso em: 31 jul. 2014.

MESQUITA, Mário; TORÓS, Mario. *Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008*. Trabalho para discussão 202. Banco Central do Brasil, 2010.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Moeda, juros e instituições financeiras: regime jurídico*. São Paulo: Forense, 2009.

PIFFER, Daro Marcos. Crise de confiança e liquidez bancária: evidências empíricas no mercado bancário brasileiro. 2013. Dissertação (Mestrado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2013.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário*. Coimbra: Almedina, 2015.

SADDI, Jairo. *O poder e o cofre: repensando o Banco Central*. São Paulo: Textonovo, 1997.

_____. *Insolvência bancária: navegando mares revoltos*. São Paulo: Textonovo, 2001.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SANTANA, Rafael Machado. *Os depósitos a prazo com garantia especial e o risco moral nos bancos de menor porte no Brasil*. 2013. Tese (Doutorado) - Universidade de Brasília, Brasília, 2013. 139 p.

SCHIOZER, Rafael. Garantias governamentais e competitividade no setor financeiro. *Revista de Administração de Empresas*, v. 55, n. 4, p. 467-473, 2015.

THORNTON, Henry. *An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain*. London: J. Hatchard, 1802.

RICKS, Morgan. Regulating money creation after the crisis. *Harvard Business Law Review*, v. 1, p. 75-143, 2011.

YOUNG, Allyn. *The mystery of money*. Selected papers of Allyn Abbott Young. London: Roger J. Sandilands/Perry G. Mehrling Routledge, 1999.

Camila Villard Duran

PROFESSORA DOUTORA DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (FDUSP) E PESQUISADORA PÓS-DOUTORA DAS UNIVERSIDADES DE OXFORD E PRINCETON (OXFORD-PRINCETON GLOBAL LEADERS FELLOW). DOUTORA EM DIREITO PELA USP E PELA PARIS 1 PANTHÉON-SORBONNE. MESTRE EM DIREITO PELA USP.

camiladuran@usp.br

Caio Borges

ADVOGADO EM SÃO PAULO E DOUTORANDO PELA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (FDUSP). MESTRE EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO PELA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO SP).

caiborges@usp.br